



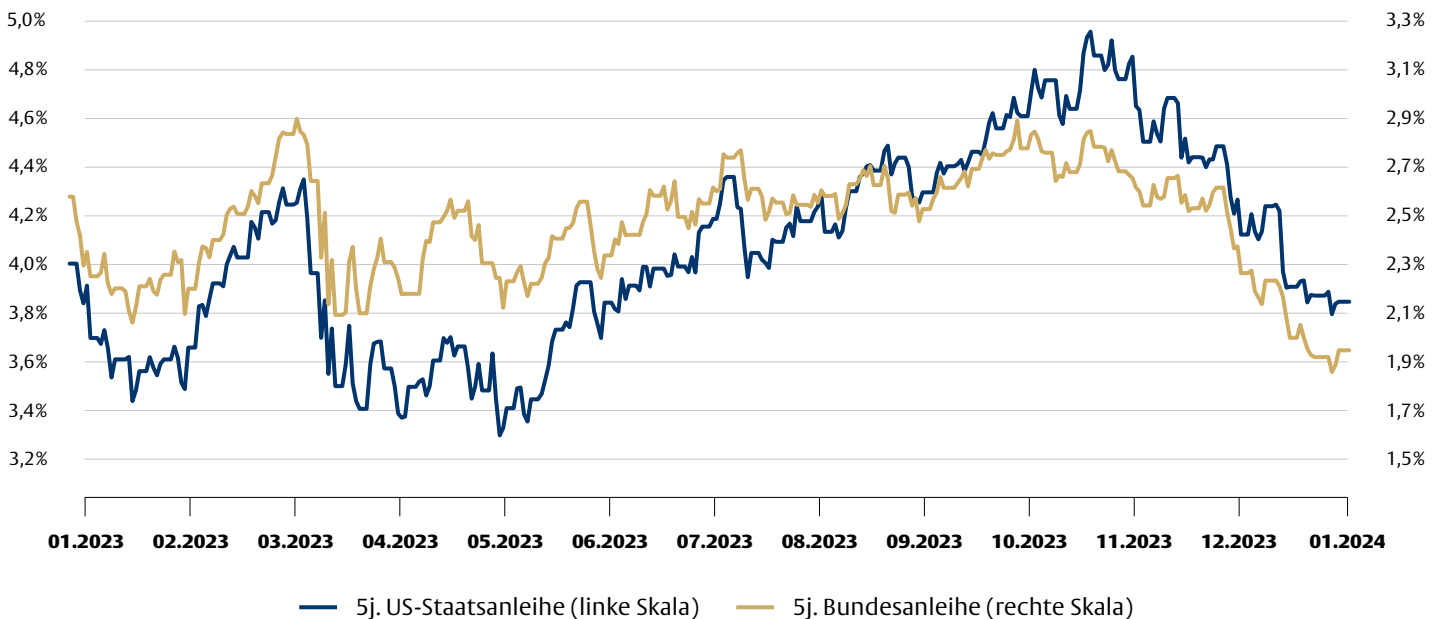
Fondsmanagementkommentar 4. Quartal 2023 Flossbach von Storch - Bond Opportunities

DAS MARKTUMFELD

Das Jahr 2023 an den Rentenmärkten war geprägt von einem enormen Auf und Ab bei den Renditen – in einem komplexen Spannungsfeld aus geldpolitischen Kollateralschäden, resilientem Wirtschaftswachstum in den USA und einer zuletzt rückläufigen

Inflation. Neben den strukturell höheren laufenden Renditen eröffnete die ausgeprägte Schwankungsbreite aktiven Managern ein zusätzliches Ertragspotenzial. Die Kombination von laufendem Ertrag und Kursgewinnen (bei rückläufigen Renditen) sorgte für ein starkes letztes Quartal am Rentenmarkt – insbesondere in den letzten beiden Monaten des Jahres.

Grafik 1
Laufende Rendite 5-jähriger US-Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen im Jahresverlauf



Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.

Quelle: Bloomberg, Daten per 29. Dezember 2023

Im Oktober zeigte sich allerdings zunächst ein stark differenziertes Bild. Bei US-Staatsanleihen setzte sich der Renditeanstieg des dritten Quartals erst einmal weiter fort, getrieben vom „langen Ende“ der Zinsstrukturkurve. Robuste US-Wirtschaftsdaten und mutmaßlich wenig preissensitive Verkäufer – zum Beispiel durch erzwungene Positionsschließungen (bei kreditfinanzierten Investments) sowie im Zuge von Währungsinterventionen einiger Zentralbanken – ließen die 10-jährige US-Staatsanleihen-Rendite kurzzeitig sogar bis auf die Marke von fünf Prozent p.a. nach oben schnellen.

Die israelische Zentralbank signalisierte die Bereitschaft, den israelischen Schekel durch den Abbau von Reserven in Höhe von bis zu 30 Milliarden US-Dollar (inklusive der in US-Dollar gehaltenen Papiere) zu stützen. Auch die Schwäche des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar sorgte für ähnliche Spekulationen. Hinzu kamen mutmaßliche Verkäufe von US-Staatsanleihen durch China. Hintergrund waren hier wohl vor allem hausgemachte Probleme im Zuge eines schrumpfenden Exports bei gleichzeitig steigendem Import, was zu einer Knappheit an US-Devisen für neue Anlagen führte.

Dieses Umfeld sorgte dafür, dass sich am Anleihemarkt ein perfekter Sturm zusammenbraute. Solche Stürme können inmitten eines ohnehin stark ausgeprägten Markt-Momentums kurzfristig zu gewissen Extremen führen. So stieg zum Beispiel das Zinsdifferenzial von 10-jährigen US-Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen auf mehr als zwei Prozentpunkte (200 Basispunkte) an, und erreichte somit das höchste Niveau seit Beginn der divergierenden Geldpolitik von US-Notenbank Federal Reserve (Fed) und Europäischer Zentralbank (EZB) in den Jahren 2018/2019. Meistens sind solche sturmbedingten „Kapriolen“ aber nur von kurzer Dauer, wie sich auch bald herausstellen sollte.

In den letzten beiden Monaten des Jahres folgte dann eine ausgeprägte Rally am Anleihemarkt. Inmitten nachlassender Emissionstätigkeit im November sorgte die global weiter rückläufige Inflation für deutliche Entspannung bei den Renditen. Begünstigt wurde diese Entwicklung auch durch „sanftere“ Kommentare von Fed- und EZB-Mitgliedern, welche einen Vorgeschmack auf den „Fed-Pivot“ (Schwenk der geldpolitischen Haltung der Fed) im Dezember liefern sollten.

Fed-Präsident Jerome Powell stieß bei der letzten Sitzung des Jahres die Tür für Zinssenkungen 2024 weit auf und beflügelte dadurch die Anleihemärkte. In den vom Federal Open Market Committee (FOMC) quartalsweise veröffentlichten Projektionen wurden im Rahmen

eines skizzierten „Soft-Landing“-Szenarios für die US-Wirtschaft für 2024 gleich drei Zinssenkungen avisiert, wobei Powell durchblicken ließ, dass auch das Timing hierfür bereits diskutiert wurde. Die Marktreaktion war entsprechend deutlich – die 2-jährige US-Staatsanleihen-Rendite fiel am selben Tag um 30 Basispunkte. Die EZB zeigte sich bei ihrer Dezember-Sitzung vergleichsweise abwartend, was den weiteren Ausblick und mögliche Zinssenkungen angeht. Unter dem Strich notierten die Renditen zum Jahresende aber auf beiden Seiten des Atlantiks deutlich niedriger (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1
Renditeniveaus (per 29.12.2023) und Renditeveränderungen (gegenüber dem 30.09.2023)

Laufzeit	Bundesanleihen		US-Staatsanleihen	
	Laufende Rendite p.a.	Veränderung ggü. 30.09.	Laufende Rendite p.a.	Veränderung ggü. 30.09.
2 Jahre	2,40%	- 80 BP	4,25%	- 79 BP
5 Jahre	1,95%	- 83 BP	3,85%	- 76 BP
10 Jahre	2,02%	- 82 BP	3,88%	- 69 BP
30 Jahre	2,26%	- 78 BP	4,03%	- 67 BP

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Bloomberg, Daten per 29. Dezember 2023

Beim Blick unter die „nominale Oberfläche“ dieser Jahresend-Rally zeigt sich, dass der ausgeprägte Renditerückgang im November und Dezember größtenteils von einem Rückgang der Realrenditen (bei inflationsindexierten Anleihen) begleitet wurde. Zusammen mit dem „Soft-Landing“-Ausblick der Fed sorgte diese spürbare Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen angesichts der weiterhin enorm hohen Verschuldungsniveaus für ein positives Risikosentiment. In der Folge kam es zu einer deutlichen Reduktion der Risikoaufschläge bei sogenannten „Spreadprodukten“ (wie Unternehmensanleihen und Staatsanleihen der Peripherie) gegenüber deutschen Bundesanleihen in der Breite.

Diese Dynamik wurde inmitten einer zunehmend dünnen Liquidität am Markt im Dezember noch einmal verstärkt. Im 10-jährigen Laufzeitbereich verringerten sich die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen mit „A“ Rating gegenüber deutschen

Bundesanleihen im Quartalsvergleich um durchschnittlich 15 Basispunkte, bei Unternehmensanleihen mit „BBB“-Rating um durchschnittlich 20 Basispunkte und bei italienischen Staatsanleihen sogar um 28 Basispunkte. Lediglich bei Pfandbriefen war im Zuge anhaltender Emissionstätigkeit keine derartige Einengung der Risikoaufschläge zu beobachten.

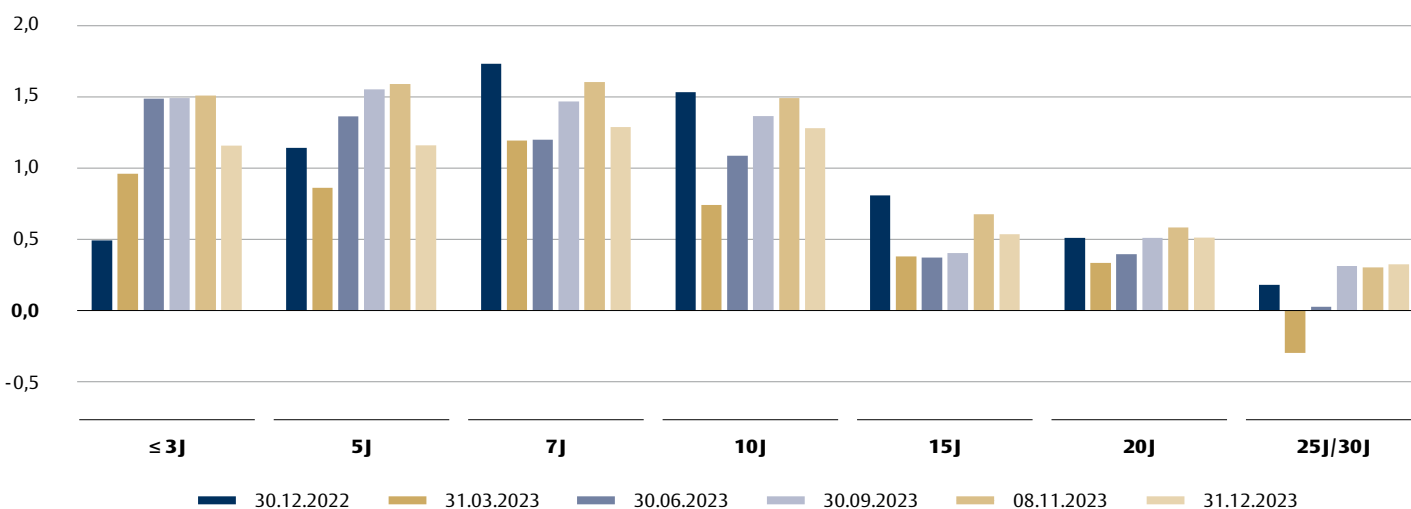
DAS PORTFOLIO

Das letzte Quartal des Jahres 2023 erwies sich, unter Berücksichtigung der Ausschüttung im Dezember, als das zweitstärkste Quartal seit Fondsaufgabe. Mit dieser positiven Entwicklung fiel auch das Ergebnis für das Kalenderjahr 2023 sehr zufriedenstellend aus (Details finden Sie im Factsheet am Ende des Berichts). Die Grundlage für die starke Wertentwicklung des Anteilspreises im Abschlussquartal bildete vor allem die deutliche Abwärtsbewegung bei den Zinsen – gepaart mit der offensiven Ausrichtung des Portfolios, insbesondere bei der Positionierung mit Blick auf die Duration. Dies sorgte, trotz einer weiterhin relativ geringen Beimischung von Unternehmensanleihen im Portfolio, für die sehr ansprechende Wertentwicklung. Bereits im Verlauf des Septembers bauten wir die Zinssensitivität zunehmend aus, was wir in den ersten Wochen des Oktobers in die (unseres Erachtens übertriebene) Marktschwäche antizyklisch fortsetzten. So erreichte die Duration Anfang November nahezu den höchsten Wert seit Auflage des Fonds.

Die Gründe für den sukzessiven Ausbau dieser Kennzahl folgte den gleichen Gründen, die wir in unserem Bericht für das dritte Quartal bereits angeführt hatten: Zum einen setzten die Zentralbanken und der Markt die Realzinsen nach unserer Einschätzung zu hoch an, um dauerhaft dort verharren oder gar noch weiter steigen zu können. Der damit einhergehende geldpolitische und zinstechische Gegenwind für Inflation, Wachstum und Arbeitsmarkt wurde zunehmend evident. Gleichzeitig gewann die Anlageklasse der Anleihen an Attraktivität. Allein schon auf Grund der hohen Attraktivität der laufenden Verzinsung.

Starke Nerven waren in dieser Phase gefragt, ebenso wie Unabhängigkeit im Denken und Handeln. Der Zinsanstieg im Oktober musste noch „ausgehalten“ werden, während wir zunehmend die offensive Ausrichtung ausbauten. Dies geschah durch eine breit angelegte Aufstockung in vielen Teilen des Portfolios. Neben Ergänzungen in der Duration durch den Ausbau der Future-Positionen (Termingeschäfte) sowie den weiteren Erwerb von staatsnahen Emissionen und Pfandbriefen, wurden zudem weitere Unternehmensanleihen hinzugekauft. Der noch anziehende Zins sorgte in dieser Phase für „Schmerzen“ in verschiedenen Marktsegmenten – nicht nur bei Aktien. Unternehmensanleihen gewannen durch die zusätzlich zu den Zinsen ansteigenden Risikoaufschläge wieder an Attraktivität. Die Kombination aus Marktzinsanstieg und Zukäufen erhöhte die laufende Verzinsung im Fonds nochmals deutlich.

Grafik 2
Durationsstruktur im Jahr 2023 im Zeitverlauf (in Jahren). Die maximale Duration wurde am 08.11.2023 erreicht



Die historische Entwicklung ist kein Indikator für die zukünftige Entwicklung.
 Quelle: Flossbach von Storch, Daten per 09.01.2024

Nachdem sich die Marktdynamik drehte, hielten wir uns mit allzu frühen Gewinnmitnahmen zurück, wohl wissend, dass diese Marktbewegung auf der Grundlage fallender Zinsen in einem deutlich überverkauften Markt erfolgte. Lediglich die überdurchschnittliche Allokation in Anleihen mit Laufzeiten um die fünf Jahre und die entsprechenden Future-Positionen wurden in dieser Phase breiter in die Laufzeitenstruktur verteilt.

Erst im Verlauf des Dezembers nahmen wir nach der überraschenden ersten Kurskorrektur der US-amerikanischen Federal Reserve (Fed) wieder spürbarere Anpassungen im Portfolio vor. Die Duration wurde zum Maximum Anfang November um rund ein Fünftel reduziert. Diese Anpassung fand ebenso wie der vorherige Durationsausbau auf breiter Basis statt. Das Übergewicht kürzerer bis mittlerer Laufzeiten hatten wir durch die beschriebene Umschichtung bereits zuvor reduziert. Und da der weitere Abwärtstrend ohne weitere Veränderung in der Form der Zinsstrukturkurven stattfand, erfolgte der weitere Abbau der Duration auch über alle bestehenden Laufzeitbereiche. Durch den hohen Gleichlauf von Zins- und Kreditaufschlagentwicklung bot sich nun wieder der Abbau der Unternehmensanleihen an. Es kam auch zu leichteren Anpassungen im Bestand

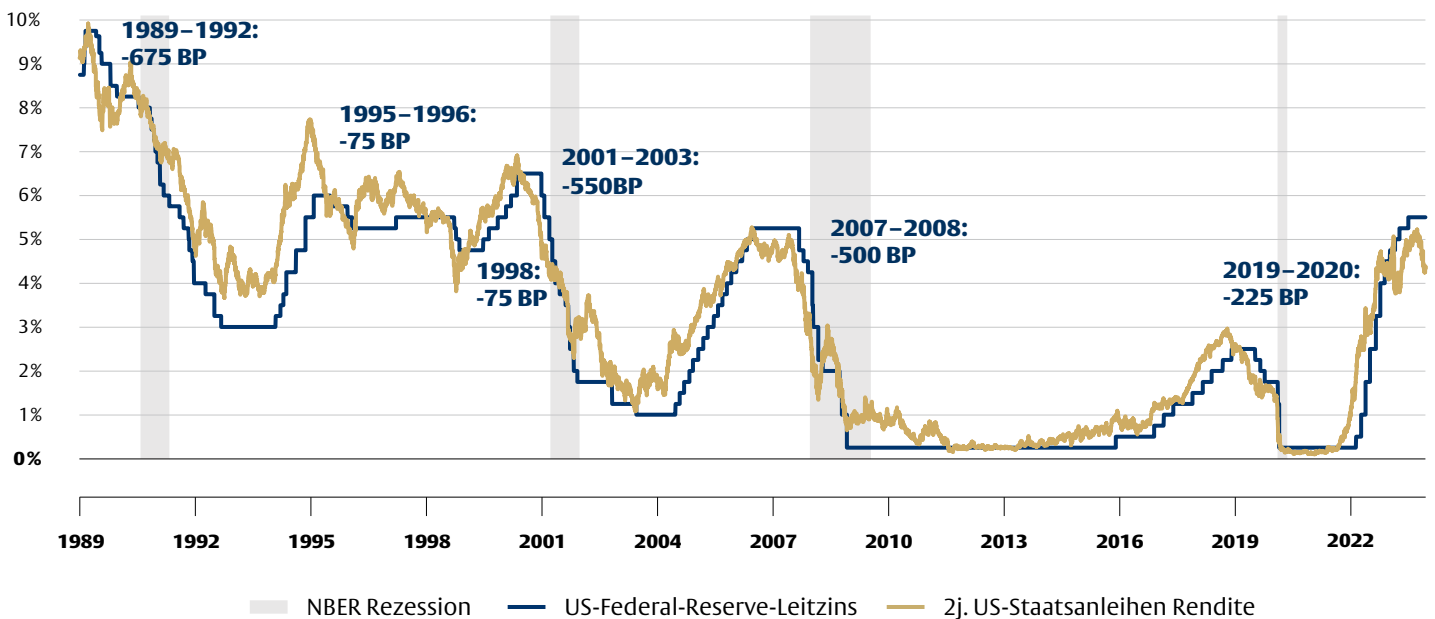
der inflationsgeschützten US-Staatsanleihen (US-TIPS), die sich sehr vorteilhaft entwickelten, da der Rückgang der Realverzinsung der Nominalverzinsung folgte. Einzig der Bestand an Pfandbriefen beziehungsweise Covered Bonds wurde zu diesem Zeitpunkt ausgebaut. Die relative Bewertung solcher Papiere – vor allem gegenüber Unternehmensanleihen – verbesserte sich zunehmend.

Die Verkaufserlöse konnten in liquide staatliche Kurzläufer verschoben werden, die auf Grund der (noch) nicht erfolgten Zinssenkungen der Zentralbanken für den Moment einen attraktiven Parkplatz boten. Der Kassebestand und der Bestand dieser sehr liquiden Kurzläufer bildeten zum Jahresende hohe Liquiditätsreserven, da wir ein reges Neuemissionsgeschäft für den Jahresstart erwarteten.

EXKURS: IST DER MARKT ZU WEIT VORAUSGELAUFEN?

Trotz aller Maßnahmen beließen wir zum Jahreswechsel die Duration bei etwas über sechs Jahre. Diese kann somit als moderat offensiv bezeichnet werden. Der Grund, warum wir die Duration nach dieser Zinsrally nicht weiter reduzierten, lässt sich recht einfach zusammenfassen:

Grafik 3
**Renditen 2-jähriger Staatsanleihen gegenüber dem US-Leitzins (US Federal Funds Effective Rate).
 Ist der Kapitalmarkt zu weit vorausgelaufen?**



Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Entwicklung.
 Quelle: Bloomberg, Daten per 29. Dezember 2023

An unserer Einschätzung zur Gesamtsituation, die wir bereits zum Ende des dritten Quartals beschrieben haben, sehen wir keinen Änderungsbedarf. Im Gegenteil, die jüngste Datenlage bestätigt diesen Pfad. Lediglich die Marktpreise haben sich geändert. Daher bedurfte es zwar einer taktischen Anpassung, weil veränderte Preise das Verhältnis von Chance und Risiko etwas verschoben. Aber eben keinen strategischen Kurswechsel.

Viele fragen sich in diesen Tagen, ob der Markt bereits zu weit gelaufen ist und zu viele Zinsschritte der Zentralbanken für das neue Jahr vorwegnimmt. In den ersten Januartagen liegt die Anzahl der am Geldmarkt erwarteten Zinssenkungen in den USA bei fünf bis sechs und in der Eurozone bei ziemlich genau sechs Zinsschritten mit je einem Viertel Prozent oder 25 Basispunkten. Das klingt vielleicht viel, gerade weil die Zentralbanken vor kurzem noch die Lösung „Higher for Longer“ ausgaben, also länger anhaltend hohe Zinsen versprochen.

Mal davon abgesehen, dass wir in den USA in kaum mehr als einem Jahr das Vierfache (und in Europa in etwa das Dreifache) dieser nun eingepreisten Veränderung für 2024 auf dem (umgekehrten) Zinsweg nach oben hinter uns gebracht haben, möchten wir auf folgendes hinweisen: Diese aus den Geldmarktsätzen errechneten Sätze sind nicht das Ergebnis einer Punktprognose mit Hilfe einer Glaskugel, sondern sie spiegeln letztendlich viele mögliche Szenarien wider, die der Markt abbilden möchte. Und die sogenannte „eingepreiste Anzahl“ der Zinsschritte ist lediglich der Erwartungswert dieser Verteilung. Oft vernehmen wir, dass der Markt die Anzahl der Zinsschritte nicht bestimmen kann. Das wird vermutlich auch so sein, aber der Geldmarkt versucht, den Wert über einen breiten Fächer an Szenarien abzuschätzen, woraus sich dann dieser Erwartungswert bildet.

Nun ist das mit dem Erwartungswert so eine Sache. Der Erwartungswert eines handelsüblichen Würfels liegt bei 3,5. Das entspricht dem zu erwartenden Mittelwert, der entsteht, wenn regelmäßig

Tabelle 2
Zahlenbeispiel zur Bestimmung eines Erwartungswertes für die Veränderung bei den US-Leitzinsen

Szenario	Federal Funds Target Rate (Upper Bound)*	Subjektive Wahrscheinlichkeit der Szenarien	Veränderung (in Basispunkten)	Kumulierte Wahrscheinlichkeit
No Landing: Die Fed muss bei den Zinsen nachlegen. In diesem Szenario läge die Realrendite bei 300 Basispunkten – bei einer hartnäckigen Inflation von 3,0%.	6,00%	5%	50	5%
Landing: Das Status-Quo-Szenario. Die Realrendite läge hier bei 275 Basispunkten, bei einer Inflation von 2,75%.	5,50%	15%	0	20%
Softlanding: Dieses Szenario entspräche der Fed-Schätzung. Die Leitzinsen würden 2024 um -75 Basispunkte sinken.	4,75%	30%	-75	50%
Landing: In diesem Szenario gäbe es eine wirtschaftliche Abkühlung. Die Realrendite läge bei 160 Basispunkten, die Inflation bei 2,4% (was der Fed-Inflationsschätzung entspräche).	4,00%	25%	-150	75%
Harsh Landing: Rezession, Realrendite 100 Basispunkte bei 2,0% Inflation	3,00%	15%	-250	90%
Hard Landing: In diesem Falle käme es zu einer deutlichen Rezession. Die Realrendite läge bei 50 Basispunkten, die Inflation bei 1,5%.	2,00%	10%	-350	100%
Total		100%	-130	

* Zielrate der US-Leitzinsen (obere Grenze)
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
 Quelle: Flossbach von Storch, eigene Berechnung, Daten per 09. Januar 2024

gewürfelt wird, wobei das Ergebnis immer zwischen 1 und 6 liegen muss. Natürlich hat noch niemand tatsächlich einen Wert von 3,5 mit einem handelsüblichen Würfel gewürfelt. Ist daher dieser Erwartungswert sinnlos, falsch oder überzogen? Mitnichten. Und so ist das auch mit dem Erwartungswert des Marktes in Sachen Zinsveränderungen. Voraussichtlich wird diese Schätzung des Marktes Ende 2024 nicht getroffen. Die Wahrscheinlichkeit ist sogar hoch, dass er daneben liegt. Ist er deswegen aus der Luft gegriffen?

Anhand des Zahlenspiels in Tabelle 2 – welches Sie natürlich nicht als unsere eigene Prognose interpretieren sollten (!) – möchten wir einmal zeigen, wie sich so ein Erwartungswert von gut fünf Zinsschritten mit je 25 Basispunkten in den USA bilden kann. In Anlehnung an die viel diskutierte Härte der wirtschaftlichen Landung (Ziel der US-Fed ist das sogenannte „Softlanding“) haben wir nicht vollkommen unrealistische Szenarien gebildet, die im Ergebnis einen Erwartungswert nahe dem aktuellen Wert liefern. Natürlich kann man immer über die subjektiven Inputparameter streiten, aber von der Hand zu weisen sind sie vermutlich nicht und somit ist der resultierende Erwartungswert nicht vollends aus der Luft gegriffen. Wie gesagt: Es geht hier nicht um unsere eigene Prognose, sondern um das Verständnis solcher Marktdaten, als Ergebnis der vielfältigen Szenarien, auf die sich der Markt versucht einzustellen.

Man erkennt den sogenannten „Cut-Bias“ (Zinssenkungstendenz) in der Tabelle. Es geht vermutlich mit den Zinsen eher bergab als bergauf, was die Fed auch selbst mit ihrer eigenen Schätzung von drei Zinsschritten nach unten im Jahr 2024 und dem nahezu verkündeten Ausschluss von Zinserhöhungen indiziert. Zudem bildet die in kurzer Zeit aufgebaute immense Fallhöhe der Zinsen zusammen mit dem bisherigen Erfolg in der Inflationsbekämpfung in diesem Zyklus eine schiefe, nach unten gerichtete Verteilung der künftigen Zinsentwicklung. Mit einem erneuten Blick auf Grafik 3 erkennt man, dass die angenommenen Zinsrückgänge historisch immer wieder vorgekommen sind.

Die kurzen Beschreibungen zeigen zudem, dass wir in keinem Szenario von einem Inflationskollaps sprechen und der US-Fed auch keine etwaig gesetzte negative Realrendite unterstellen, obwohl beides in den vergangenen Jahren vorgekommen ist. Trotz dieser Schiefe und der nicht zu extrem gestalteten Randrisiken („Tailrisk“ (Extremrisiko)) zeigt dieser beispielhafte Fächer an Szenarien eine kumulierte Wahrscheinlichkeit von 50 Prozent, dass der Ausgang des Zinspfades nicht unter den von der Fed avisierten Satz für Ende 2024 fällt. Selbst Szenarien mit unveränderten und nochmals

gestiegenen Zinsen sind berücksichtigt. Es handelt sich also nicht um eine „Harakiri-Szenariensammlung“. So aufgeschlüsselt mögen die fünf bis sechs Zinsschritte nicht mehr so drastisch erscheinen.

EXKURS II: DAS ÖKONOMISCHE UMFELD KÜHLT AB

Nun aber raus aus dem trockenen Statistikexkurs. Was führt uns zu der Annahme, dass der bereits im vorherigen Quartalsbericht beschriebene Kontext weiterhin Geltung hat? Damals haben wir die Kombination aus mittlerweile hohen Realrenditen und stark gesunkenen Sparrücklagen als Bremse für Konjunktur, Arbeitsmarkt und Inflationsdynamik beschrieben. Die hohe Zinslast für den US-Konsumenten kann kaum noch durch die Covid-19-Übersparnisse kompensiert werden. Auch das Konsumtempo der Post-Covid-19-Zeit lässt sich so wohl nicht beibehalten. Dies gilt aus unserer Sicht noch immer.

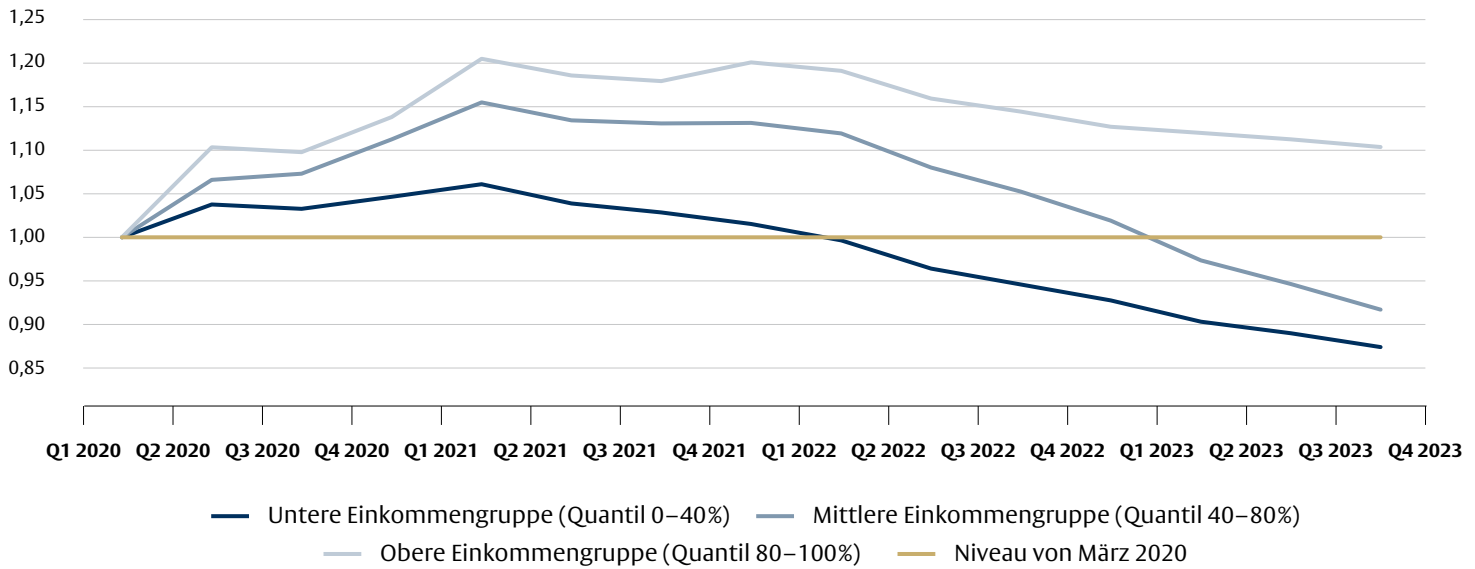
Grafik 4 zeigt die Entwicklung der Rücklagen der US-Verbraucher anhand der Bestände der gehaltenen Depositen (kurz- und mittelfristige Bankeinlagen) und Geldmarktfonds. Inflationsbereinigt haben mehr als 80 Prozent der US-Konsumenten weniger liquide Ersparnisse als vor Covid-19. Und damals, im Jahr 2019, tendierte die Wirtschaft bereits ohne Pandemie zur Abkühlung. Gerade der jüngste Rückgang der finanziellen Rücklagen in der wichtigen Mittelschicht (das 40 Prozent bis 80 Prozent Quantil der Einkommensverteilung) ist zuletzt auffällig.

Die Zinslast ist für den US-Verbraucher trotz der jüngsten Marktbeziehung kaum gesunken. Natürlich sind die Kosten für eine klassische 30-jährige Immobilienfinanzierung nunmehr wieder niedriger. Letztlich jedoch mit einem Zins von mehr als sieben Prozent noch immer stattlich – und dabei auf dem durchschnittlichen Niveau des vergangenen Jahres und ganze vier Prozentpunkte höher als das Niveau von vor zwei Jahren.

Eine deutlich veränderte Situation ist dies nicht. Noch weniger verändert hat sich die persönliche Zinslast der US-Verbraucher auf dem restlichen Kreditmarkt. Egal ob Kreditkarten, Konsumentenkredite oder Autofinanzierungen, sie alle reagieren eher träge und richten sich zudem am „kurzen Ende“ der Zinsstrukturkurve (beziehungsweise am Geldmarktzins) aus. Da die Ausfallraten beispielsweise bei den Autofinanzierungen aktuell deutlich anziehen, werden die Kreditvergabekriterien vorerst wohl nicht gelockert.

Letztlich ist dies alles von der Fed gewollt. Dies sieht man zuletzt auch in den Arbeitsmarktdaten. Die sogenannten „Non-Farm-Payrolls“ – die monatliche Anzahl der geschaffenen neuen Stellen

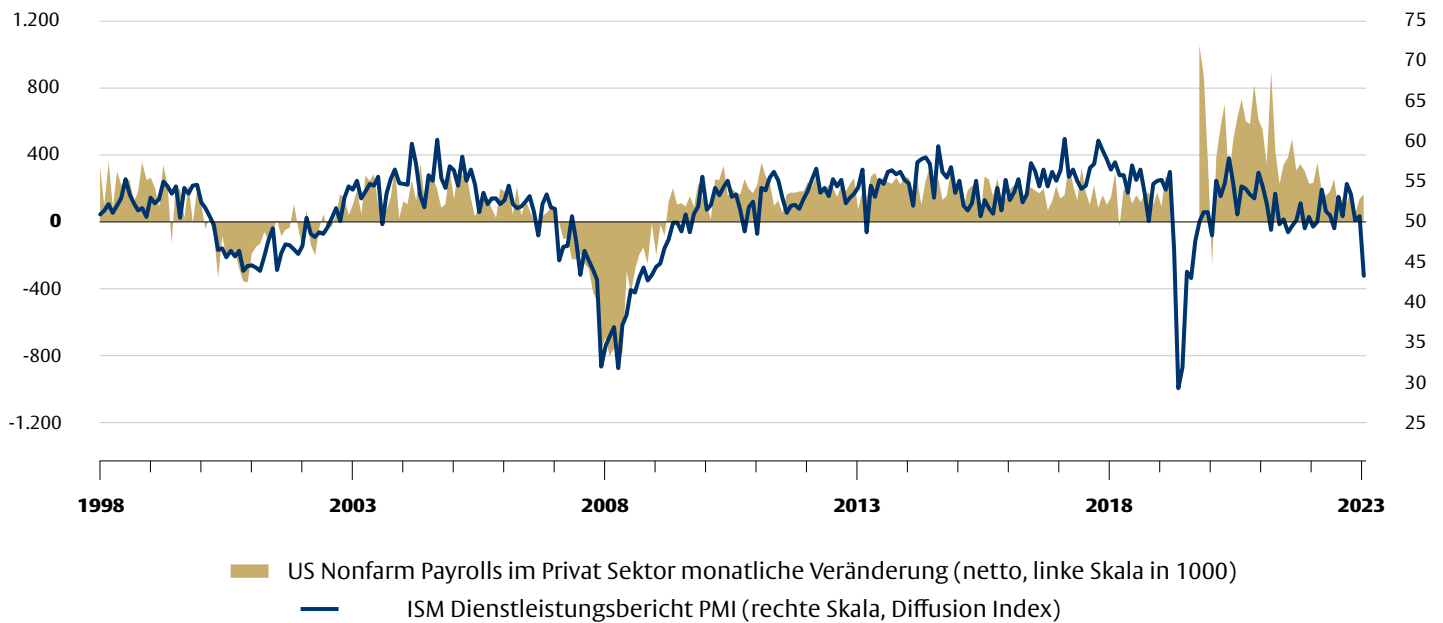
Grafik 4
Indexiertes Volumen der Spareinlagen und Geldmarktfonds von US-Verbrauchern, aufgeteilt nach Einkommensgruppen (inflationsbereinigt)



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Federal Reserve, Bloomberg, Flossbach von Storch. Daten per 09.01.2024

Grafik 5
US Nonfarm Payrolls Private Sector, monatliche Veränderung, und ISM Services PMI Report Business Employment. Die Erwartungen der Unternehmen an die Personalentwicklung sind deutlich eingebrochen



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Bloomberg, Daten per 09. Januar 2024

– sehen oberflächlich betrachtet noch konstruktiv aus. Schaut man bei den Daten aber etwas genauer hin, wird deren Aussagekraft etwas schwächer. Im privaten Sektor hat sich beispielsweise die Entwicklung von neu geschaffenen Stellen deutlich abgeschwächt. Zudem ist der Arbeitsmarkt oft eher spätzyklisch – reagiert also recht spät auf die Straffung der Geldpolitik.

Der vermutlich bedeutendste Einkaufsmanagerindex für den wichtigen Sektors in den USA (ISM Services) zeigte für Dezember einen deutlichen Bruch in seiner Subkomponente für den Arbeitsmarkt. Der sogenannte „Employment Index“ brach regelrecht ein. Selten rutscht dieser als Diffusionsindex konstruierte Indikator unter die neutrale Marke von 50. Vor allem selten in solch einer Geschwindigkeit. Zugegeben: Dies ist natürlich nur ein Datenpunkt – aber beeindruckend ist der Verlauf allemal und damit eben etwas, was man unseres Erachtens zumindest bei der Abwägung von möglichen Szenarien berücksichtigen sollte (siehe Grafik 5).

Oft haben wir zuletzt über die Inflationserwartung des Marktes anhand der inflationsgeschützten Anleihen gesprochen. Man kann der Meinung sein, dass eine solche Inflationseinschätzung eher generischer Natur ist, vom „wahren Leben“ etwas entfernt. Doch zuletzt scheinen in den USA nun auch die Inflationserwartungen der Verbraucher und deren eigene Aussichten für Lohnzuwächse deutlich abzukühlen. Dabei handelt es sich um einen nicht unwichtigen Indikator. Der ehemalige stellvertretende Fed-Vorsitzende Alan Blinder formulierte es sinngemäß einmal so: „Inflation entsteht, wenn Menschen anfangen über Inflation zu reden.“ Nun reden sie immer weniger darüber... Aber wie hilfreich sind solche Umfragen?

Schon früh im Jahr 2021 merkten die Verbraucher, dass es bei der Inflationsthematik zu einem Bruch gekommen ist. Und damit viel früher als die Zentralbanken. Ähnlich war es, allerdings in anderer Richtung, im Jahr 2018. Während die Federal Reserve Ende 2018 die Leitzinsen hochzog, sanken die Inflationserwartungen der Verbraucher bereits.

Behalten die Verbraucher mit ihrer Vorahnung zur tatsächlichen Inflation aktuell also wieder Recht, dann scheint der Inflationsdruck vorerst gebändigt. Und verpasst die Fed den Moment zur Anpassung, dann droht gegebenenfalls ein „Policy Error“ – also das Überziehen der Geldpolitik (siehe Grafik 6). Unterlegt werden solche Stimmungsindikatoren vermehrt auch durch tatsächliche Veränderungen in den Unternehmen. Nicht nur der Sportartikelhersteller Nike hat jüngst die Gewinnerwartungen aufgrund niedrigerer Umsätze revidiert und ein Kosteneinsparungsprogramm angekündigt.

Wie ist die Lage in Europa? Lange galt, dass die Geldpolitik in der Eurozone der US-amerikanischen hinterherhinkt. Der Inflationszyklus ist hier um einige Monate nach hinten verschoben. Auch hat die EZB erst einige Monate nach der Fed mit Zinserhöhungen reagiert. In den vergangenen zwei bis drei Monaten holte die Eurozone aber deutlich auf.

In Anlehnung an unseren letzten Quartalsbericht, als wir am Beispiel der USA die sogenannte „geldpolitische Realrendite“ als Kriterium der Restriktivität in der Geldpolitik vorstellten, sehen wir in Grafik 7 nun die europäische Relation der beiden Bestandteile (Leitzins gegenüber kurzfristigem, annualisiertem Inflationstrend). Die dreimonatige annualisierte Kerninflation fällt nicht zuletzt auch wegen der konjunkturellen Abschwächung fast wie ein Stein, während die EZB den Leitzins bisher hoch belässt. Im Ergebnis schießt die Differenz – was wir als „geldpolitische Realrendite“ bezeichnen – nach oben. Aktuell sogar über die Niveaus zum Zeitpunkt des letzten Aufwärtssinnschritts der EZB im Jahr 2008 und nicht mehr weit entfernt vom US-amerikanischen Konterpart.

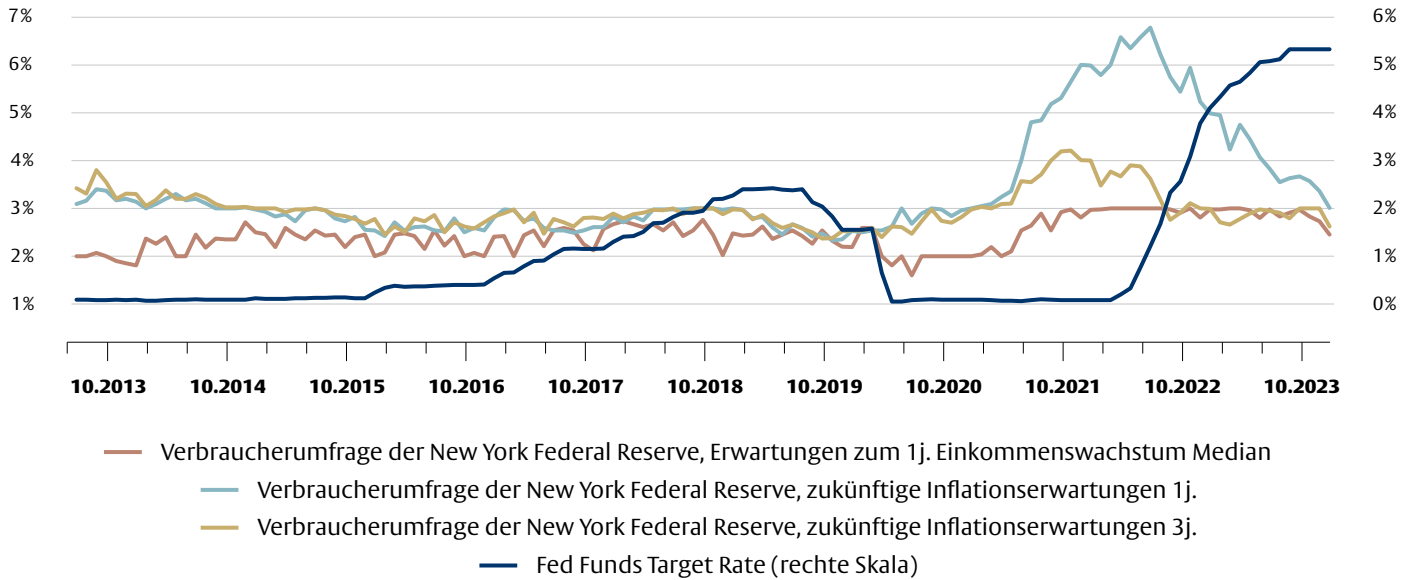
DER AUSBLICK

Wenn auch die Zinsentwicklung im November und Dezember beeindruckend war, so muss man dennoch bedenken, dass die Anleherally auf Basis eines überverkauften Ausgangsniveau mit in der Breite außergewöhnlich hohen Realrenditen startete. Etwas von dieser Sondersituation ist nun in die vergangene Wertentwicklung überführt worden.

Die Abkühlungstendenzen in Sachen Wachstumsdynamik und Inflation setzen sich aber vermutlich weiterhin fort. Vor allem dann, wenn die Notenbanken sich zieren, zeitnah mit Zinsanpassungen nach unten zu beginnen. Hier gilt gegebenenfalls: Umso länger die Zentralbanken warten, desto stärker müssen sie die Zinsen später senken. Daher war die jüngste Reduktion der Duration im Portfolio vorerst eher taktischer Natur. Nicht zuletzt erfolgten die Gewinnmitnahmen im Dezember auch in Erwartung einer regen Neuemissionstätigkeit ab Januar, die nochmals neue Eintrittschancen bieten kann.

Die Zinsbewegungen im dritten Quartal waren am Ende recht breit auf den Zinsstrukturkurven verteilt, womit deren Steilheit sich wenig veränderte. Daher bleiben wir auch der etwas frontlastigen Durationsstruktur treu, was bei tendenziell weiter inversen Zinskurven auch einen positiven Effekt auf die unterliegende Rendite hat.

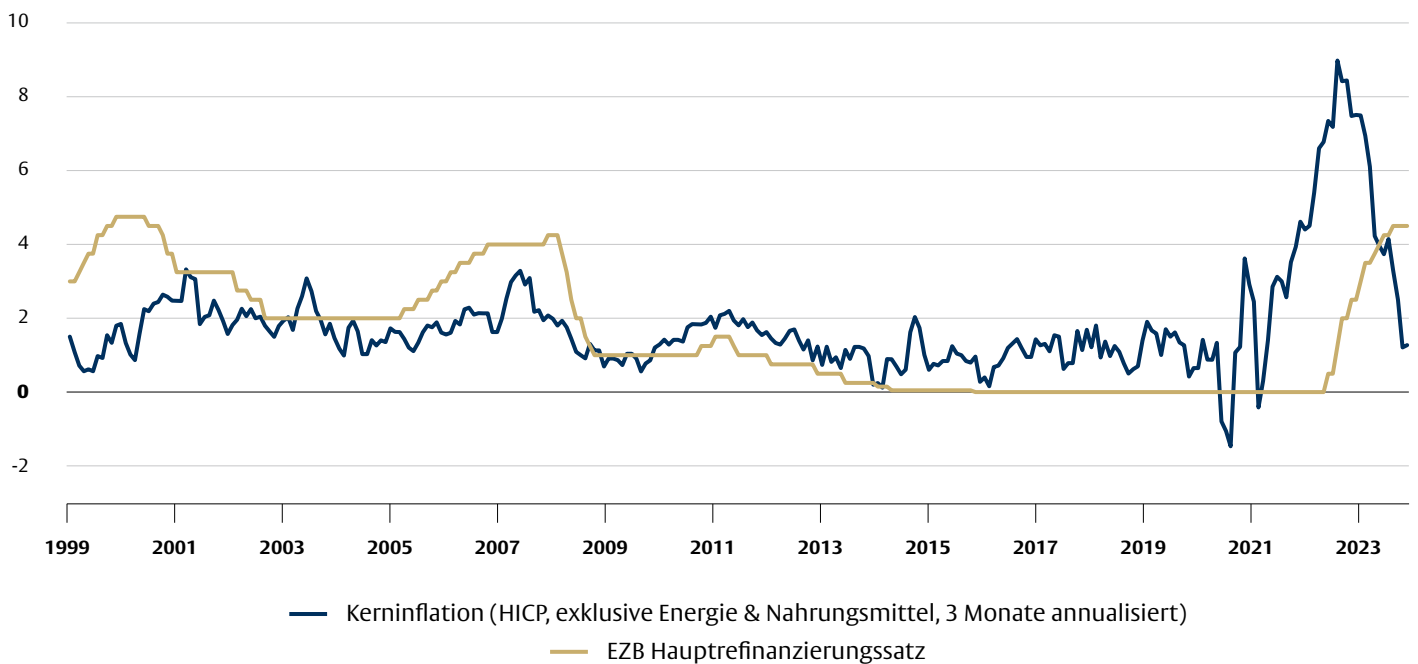
Grafik 6
Erwartungen der US-Verbraucher zur kurz- und mittelfristigen Inflation und ihrer Einkommensentwicklung



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Bloomberg, Daten per 09.01.2024

Grafik 7
**Komponenten der „Geldpolitischen Realrendite“:
 Aktueller Inflationstrend (3 Monate annualisiert) und EZB-Leitzinsen**



Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Bloomberg, Daten per 09.01.2024

Bei Unternehmensanleihen halten wir uns weiter etwas zurück. Eine Mischung aus Markteuphorie und Knappheit sorgte für sehr hohe Bewertungen im Dezember. Ob das teure Bewertungsniveau die zu erwartenden Neuemissionen des Jahresbeginns verkraftet, bleibt abzuwarten. Zudem bieten sich weiter Pfandbriefe, staatsnahe Emittenten und einige Staatsanleihen als gute und liquide Alternativen mit nur geringfügig geringerer Rendite aber höherer Liquidität an.

Die Allokation an inflationsgeschützten US-Staatsanleihen wurde im Portfolio leicht reduziert. Trotz der Einschätzung eher rückläufiger Inflationsdaten halten wir aber grundsätzlich an dieser Beimischung fest. Der Grund liegt hier in der Marktbewertung und Fristigkeit. Die Bewertung der „Linker“ ist gemessen an den Realrenditen historisch betrachtet weiterhin attraktiv. Mit Blick auf die eingepreisten langfristigen Inflationserwartungen von knapp über zwei Prozent kauft man diese Papiere letztlich nahe des gesetzten Inflationsziel der US-amerikanischen Notenbank, welches sie langfristig nur ungern unterschreitet. Mit Fristigkeit meinen wir, dass die von uns gehaltenen Papiere mit ausschließlich langen Laufzeiten größer (oder gleich) zehn Jahre eher durch die strukturelle Inflationseinschätzung geprägt sind als durch die kurz- bis mittelfristige Entwicklung der Inflation in den kommenden zwei bis drei Jahren. Und der säkulare Trend aus Demographie (potenzieller Arbeitskräftemangel), Deglobalisierung und Dekarbonisierung bleibt vorerst bestehen.

Auch wenn die Wertentwicklung des Fonds zum Ende des Jahres sehr erfreulich war, ist das Potenzial für ein ebenfalls gutes Jahr 2024 aus unserer Sicht weiterhin gegeben. Wir verbleiben jedoch in einem Umfeld mit vielen geopolitischen und makroökonomischen Unsicherheiten. Das kann (und wird) mit hoher Wahrscheinlichkeit immer wieder zu einer hohen Nervosität an den Märkten führen. Die daraus resultierenden Schwankungen muss man akzeptieren – und sie gleichzeitig als Chance für flexible und aktive Portfoliomanager sehen.

Die mit dem Flossbach von Storch - Bond Opportunities verbundenen Chancen und Risiken sowie Informationen zu den Kosten entnehmen Sie bitte dem beiliegenden Factsheet, das fester Bestandteil dieses Fondsmanagementkommentares ist.

Bitte beachten Sie den Link zu unserem umfangreichen Glossar zu Themen und Begriffen am Ende des rechtlichen Hinweises.

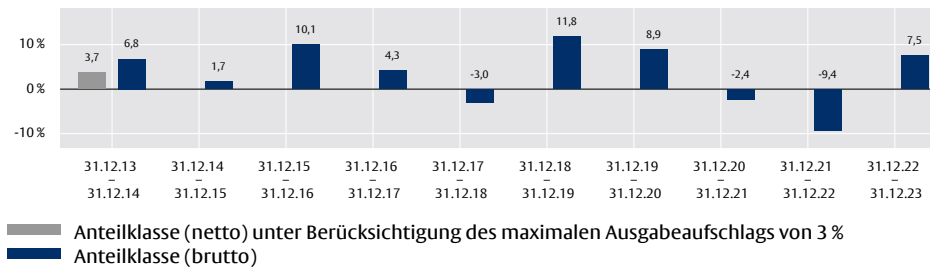


Flossbach von Storch - Bond Opportunities - R

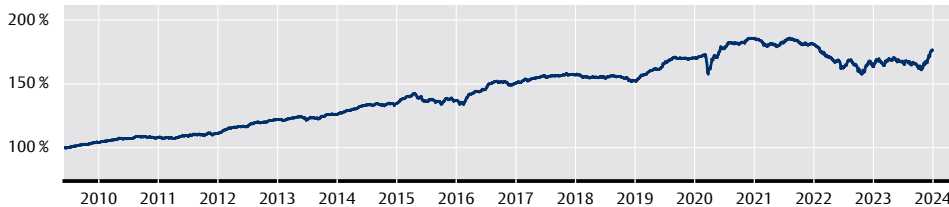
ANLAGESTRATEGIE

Der Flossbach von Storch - Bond Opportunities ist ein global diversifizierter Obligationenfonds mit aktivem Investmentansatz, in dessen Fokus Unternehmensanleihen, Staatsanleihen und Covered Bonds stehen. Der Fonds nutzt flexibel die Chancen des gesamten Rentenmarktes. Neben Anleihen mit Investment-Grade-Qualität kann das Fondsmanagement auch in Anleihen ohne Rating investieren oder in solche, die keine Investment-Grade-Qualität haben. Fremdwährungsrisiken werden derzeit lediglich in überschaubarem Masse eingegangen. Die Titelauswahl erfolgt im Rahmen eines fundamentalen Research- und Analyseprozesses. Die Anlagestrategie umfasst hauseigene Bewertungsmodelle, ESG-Integration, Engagement und Voting. Zusätzlich werden Ausschlusskriterien berücksichtigt, die im Rahmen der Anlagepolitik des Teilfonds definiert werden. Der Teilfonds wird aktiv und nicht anhand eines Indexes als Bezugsgrundlage verwaltet. Die Zusammensetzung des Portfolios wird seitens des Fondsmanagers ausschliesslich nach den in der Anlagepolitik definierten Kriterien vorgenommen, regelmässig überprüft und ggf. angepasst. Der Teilfonds ist als Artikel-8-Produkt im Sinne der Offenlegungs-VO (EU) 2019/2088 (SFDR) klassifiziert. Ausführliche Informationen zu den Zielen und der Anlagepolitik entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt und dem Basisinformationsblatt (PRIIP-KID).

JÄHRLICHE WERTENTWICKLUNG IN EUR (IN %)



INDEXIERTE WERTENTWICKLUNG IN EUR SEIT 4. JUNI 2009 (BRUTTO, IN %)



KUMULIERTE UND ANNUALISIERTE WERTENTWICKLUNG IN EUR (BRUTTO, IN %)

	1 Monat	2023 YTD	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	seit Auflage 04.06.09
Kumuliert	+4,03 %	+7,52 %	+7,52 %	-4,97 %	+15,70 %	+39,87 %	+76,28 %
Annualisiert			+7,52 %	-1,68 %	+2,96 %	+3,41 %	

Quelle: Verwahrstelle und SIX Financial Information, Stand: 31.12.23

ERLÄUTERUNGEN ZUR WERTENTWICKLUNG

Die Bruttowertentwicklung (BVI-Methode) berücksichtigt alle auf Fondsebene anfallenden Kosten (z.B. die Verwaltungsvergütung), die Nettowertentwicklung zusätzlich den Ausgabeaufschlag. Weitere Kosten können auf Kundenebene individuell anfallen (z.B. Depotgebühren, Provisionen und andere Entgelte). Beispielhafte Modellrechnung (netto) unter Annahme eines max. Ausgabeaufschlags von 5%: Ein Anleger möchte für 1000,- EUR Anteile erwerben. Bei einem max. Ausgabeaufschlag von 5% muss er dafür einmalig bei Kauf 50,- EUR aufwenden. Zusätzlich können Depotkosten anfallen, die die Wertentwicklung mindern. Die Depotkosten ergeben sich aus dem Preis- und Leistungsverzeichnis Ihrer Bank. **Bitte beachten Sie die in diesem Dokument dargestellten Kostendetails, um den maximalen Ausgabeaufschlag der Anteilklasse des Teilfonds zu ermitteln.** Wird die Wertentwicklung mit einem Referenzindex verglichen, haben der Vergleich und der Referenzindex nur informativen Charakter und begründen keine Verpflichtung des Fondsmanagers, den Referenzindex oder dessen Wertentwicklung nachzubilden oder zu erreichen. Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Kategorie: RENTEN UND WANDELANLEIHEN
Angaben per 31. Dezember 2023

DE AT LU WERBUNG | Seite 1 von 4

FONDSDETAILS

WKN	A0RCKL
ISIN	LU0399027613
Valorennummer	4843418
Sitzland	Luxemburg
SFDR Klassifikation	Artikel 8
Anteilklasse	R
Fondswährung	EUR
Anteilklassenwährung	EUR
Auflagedatum	4. Juni 2009
Geschäftsjahresende	30. September
Ertragsverwendung	ausschüttend
Vertriebszulassung	AT, CH, DE, LI, LU, PT
Fondstyp / Rechtsform	OGAW / FCP
Fondsvermögen	6,07 Mrd. EUR
Rücknahmepreis	133,95 EUR
Mindesteinanlage	keine
Mindestfolgeanlage	keine
Kosten ¹	
Laufende Kosten	1,03 %
davon u.a. Verwaltungsvergütung	0,93 % p.a.
Erfolgsabhängige Vergütung	keine
Rücknahmeabschlag	0,00 %
Umtauschprovision	bis zu 3,00 % (bezogen auf den Anteilwert der zu erwerbenden Anteile zugunsten des jeweiligen Vertriebspartners)
Ausgabeaufschlag	bis zu 3,00 %

Verwaltungsgesellschaft

Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet
2180 Luxembourg, Luxembourg
www.fvsinvest.lu

Verwahrstelle / Zahlstelle

DZ PRIVATBANK S.A.
4, rue Thomas Edison, 1445 Strassen, Luxemburg

¹ Neben der Verwaltungsvergütung werden dem Fonds weitere Kosten wie z.B. Transferstellenvergütung, Transaktionskosten sowie diverse weitere Gebühren belastet. Detaillierte Informationen zu den laufenden sowie den einmaligen Kosten finden Sie im Basisinformationsblatt (PRIIP-KID), dem Verkaufsprospekt sowie dem letzten Jahresbericht.



Flossbach von Storch - Bond Opportunities - R

TOP 10 GARANTEN GESAMTFONDSSEBENE (IN %)

1. United States of America	18,49 %
2. Republik Frankreich	3,80 %
3. Kreditanstalt für Wiederaufbau	3,31 %
4. Porsche Automobil Holding SE	3,27 %
5. Coöperatieve Rabobank U.A.	3,14 %
6. Commerzbank AG	3,11 %
7. Bundesrepublik Deutschland	2,78 %
8. ING Groep N.V.	2,75 %
9. Vonovia SE	2,26 %
10. Königreich der Niederlande	2,16 %
Summe	45,07 %

Quelle: Verwahrstelle und Flossbach von Storch, Stand: 31.12.23

Derzeit befinden sich 261 Titel im Portfolio.

BONITÄTENAUFGEBUNG RENTEN (IN %)

AAA	29,42 %
AA	28,91 %
A	11,50 %
BBB	22,74 %
BB	6,20 %
NR	1,24 %

Quelle: Verwahrstelle und Flossbach von Storch, Stand: 31.12.23

Bei der Ermittlung der Ratingzugehörigkeit wird eine vereinfachte Ratingstafel verwendet. Tendenzen (+/-) bleiben hierbei unberücksichtigt. Keine Wandelanleihen.

KENNZAHLEN

Durchschnittliche Rendite bis zur Fälligkeit	3,58 %
Duration	6,33 Jahre

Quelle: Verwahrstelle und Flossbach von Storch, Stand: 31.12.23

MONATSKOMMENTAR

Der Dezember sicherte den Anlegerinnen und Anlegern des Fonds einen positiven Jahresabschluss. Der bereits im November gestartete dynamische Zinsrückgang setzte sich fort. Während im Vormonat als Ausgangsbasis noch eine überverkaufte Marktsituation vorlag, wurde der Zinsrutsch im Dezember (neben abkühlenden Wachstums- und Inflationsdaten) auch durch die Zentralbanken gestützt. Insbesondere die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) ließ in ihrer letzten Sitzung des Jahres erkennen, dass sie sogar für mehrere Zinssenkungen im Verlauf des Jahres 2024 offen sei. Zuvor hatte die Losung „higher for longer“ geheißt, also ein längeres Beibehalten des hohen Leitzinsniveaus. Auch wenn sich die Vertreter der Europäischen Zentralbank (EZB) noch nicht zu einer so deutlichen Richtungsänderung bewegen wollten, fielen nicht nur in den USA die Zinsen. Zudem profitierten auch die Risikoaufschläge, etwa von Unternehmensanleihen, in der Breite. Während im November noch keine wesentlichen Anpassungen im Portfolio stattfanden, reduzierten wir mit dem Fortschreiten der Zinskorrektur im Verlauf des Dezembers die Duration. Ausgehend von einer sehr offensiven Ausrichtung im Oktober und November, erfolgten vorläufige Gewinnmitnahmen über das gesamte Portfolio hinweg. Der Durationsabbau ging dabei etwas mehr zu Lasten der Duration der in Euro denominierten Titel. Ansonsten änderte sich die Durationsstruktur nur moderat. Aufgrund der immer noch sehr flachen und teils inversen Zinsstrukturkurven konnten Gewinnmitnahmen vorübergehend in sehr gut verzinsten Kurzläufern geparkt werden. Die Liquiditätsausstattung ist somit derzeit hoch – auch in Erwartung einer frühen und regen Neuemissionssaison zum Jahresstart. Grundsätzlich bestätigen die vergangenen Wochen unsere Einschätzung vom Herbst, dass der Zinstrend vorerst nach unten gerichtet ist. Nun war allerdings die jüngste Bewegung sehr schnell und es bleibt abzuwarten, ob neue volkswirtschaftliche und Unternehmensdaten die Richtungsänderung der Fed stützen – oder eher nicht. Darauf werden wir, wie auch zuletzt, aktiv und flexibel reagieren.

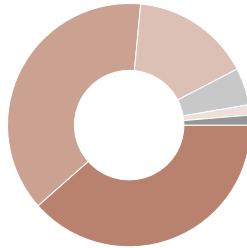
TOP 10 BRANCHEN (IN %)*

1. Finanzen	25,83 %
2. Immobilien	19,66 %
3. Nicht-Basiskonsumgüter	16,60 %
4. Kommunikationsdienste	9,92 %
5. Gesundheitswesen	6,68 %
6. Industrieunternehmen	6,29 %
7. Material	5,31 %
8. Versorgungsunternehmen	4,42 %
9. Basiskonsumgüter	3,72 %
10. Energie	1,56 %
Summe	99,99 %

Quelle: Verwahrstelle und Flossbach von Storch, Stand: 31.12.23

* bezogen auf Unternehmensanleihen

FONDSAUFTEILUNG (IN %)



- 38,48 % Staatsanleihen
- 38,04 % Unternehmensanleihen
- 15,87 % Pfandbriefe und Hypothekendarlehen
- 4,93 % Kasse
- 1,37 % Wandelanleihen
- 1,32 % Sonstiges (u.a. Derivate)

Quelle: Verwahrstelle und Flossbach von Storch, Stand: 31.12.23

FONDSMANAGEMENT



Frank Lipowski

seit 2009 bei Flossbach von Storch.

Team Fixed Income

Die stellvertretende und operative Zusammenarbeit erfolgt über unser Fixed Income Team. Das Team wird durch den Portfolio Director Fixed Income unterstützt.

AUSZEICHNUNGEN

Morningstar Rating™ Gesamt*: ★★★★★

* Morningstar Rating™ Gesamt: © (2024) Morningstar Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind für Morningstar und/oder ihre Inhalte-Anbieter urheberrechtlich geschützt; (2) dürfen nicht vervielfältigt oder verbreitet werden; und (3) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wird nicht garantiert. Weder Morningstar noch deren Inhalte-Anbieter sind verantwortlich für etwaige Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieser Information entstehen. Ratings bezogen auf den Vormonat. Weitere Einzelheiten zum Morningstar Sterne-Rating sind zu finden unter: <http://www.morningstar.de/de/help/Methodology.aspx>

Stand: 30.11.23



Flossbach von Storch - Bond Opportunities - R

CHANCEN

- + Partizipation an der Entwicklung der weltweiten Anleihemärkte.
- + Erzielung von Zinserträgen aus laufender Verzinsung.
- + Aktives Zins-, Währungs- und Risikomanagement u.a. durch den Einsatz von Derivaten.

RISIKEN

- Länder-, Bonitäts-, Ausfall- und Liquiditätsrisiken der Emittenten sowie Wechselkursrisiken können die Kurse negativ beeinflussen. Bei illiquiden (marktengen) Wertpapieren besteht zudem die Gefahr, dass im Fall der Veräußerung des Vermögenswerts dies nicht oder nur unter Inkaufnahme eines deutlichen Kursabschlags möglich ist. ESG-Kriterien können die Auswahl der Zielanlagen in Kategorie und Anzahl teilweise erheblich beschränken.
- Marktpreisrisiken bei Anleihen, insbesondere bei steigenden Zinsen am Kapitalmarkt.
- Beim Einsatz von Derivaten kann der Wert des Fonds stärker negativ beeinflusst werden, als dies bei dem Erwerb von Vermögensgegenständen ohne den Einsatz von Derivaten der Fall ist. Hierdurch können sich das Verlustrisiko und die Volatilität (Wertschwankung) des Fonds erhöhen.

Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt und insbesondere die Risikohinweise sowie den spezifischen Anhang zu diesem Teilfonds innerhalb des Verkaufsprospekts, um eine vollumfängliche Übersicht aller Chancen und Risiken in Bezug auf den Teilfonds zu erlangen.

Kategorie: RENTEN UND WANDELANLEIHEN
Angaben per 31. Dezember 2023

DE AT LU WERBUNG | Seite 3 von 4

RISIKOPROFIL

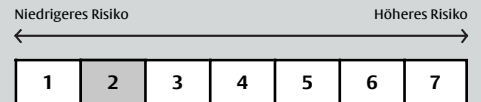
KONSERVATIV:

Der Fonds eignet sich für konservative Anleger. Aufgrund der Zusammensetzung des Netto-Teilfondsvermögen besteht ein moderates Gesamtrisiko, dem auch moderate Ertragschancen gegenüberstehen. Die Risiken können insbesondere aus Währungs-, Bonitäts- und Kursrisiken, sowie aus Risiken, die aus den Änderungen des Marktzinsniveaus resultieren, bestehen.

ANLAGEHORIZONT:

Mittelfristig: 3 bis 5 Jahre

RISIKOINDIKATOR



Dieser Risikoindikator beruht auf der Annahme, dass Sie das Produkt 3 Jahre lang halten. Wenn Sie die Anlage frühzeitig einlösen, kann das tatsächliche Risiko erheblich davon abweichen und Sie erhalten unter Umständen weniger zurück. Der Gesamtrisikoindikator hilft Ihnen, das mit diesem Produkt verbundene Risiko im Vergleich zu anderen Produkten einzuschätzen. Er zeigt, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass Sie bei diesem Produkt Geld verlieren, weil sich die Märkte in einer bestimmten Weise entwickeln oder wir nicht in der Lage sind, Sie auszubezahlen. Wir haben dieses Produkt auf einer Skala von 1 bis 7 in die Risikoklasse 2 eingestuft, wobei 2 einer niedrigen Risikoklasse entspricht. Das Risiko potenzieller Verluste aus der künftigen Wertentwicklung wird als niedrig eingestuft. Bei ungünstigen Marktbedingungen ist es äußerst unwahrscheinlich, dass unsere Fähigkeit beeinträchtigt wird, Sie auszuzahlen.



Flossbach von Storch - Bond Opportunities - R

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung.

Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage-, Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung sowie ggf. die fachliche Beratung durch einen rechtlichen oder steuerlichen Berater. Die vollständigen Angaben des/der Fonds sind dem Verkaufsprospekt sowie der Satzung oder dem Verwaltungsreglement oder den Vertragsbedingungen, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngeren Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage eines Kaufs dar. Die genannten Unterlagen sowie das Basisinformationsblatt (PRIIP-KID) erhalten Sie kostenlos in deutscher und englischer (sowie ggf. weiterer) Sprache bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft oder Verwahrstelle, von den jeweiligen Vertretern in den Ländern, für die eine Vertriebszulassung vorliegt sowie unter <https://www.fvsinvest.lu/>. Die Zusammenfassung von Anlegerrechten mit weitergehenden Informationen zu Rechtsstreitigkeiten finden Sie unter dem Hyperlink <https://www.fvsinvest.lu/anlegerrechte>. Die Verwaltungsgesellschaft kann etwaige, länderspezifische Anpassungen der Vertriebszulassung, einschl. Widerruf des Vertriebs, bezüglich ihrer Investmentfonds vornehmen.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr und keine Haftung übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Bei der Vermittlung von Fondsanteilen oder Aktien können Flossbach von Storch und/oder deren Vertriebspartner Rückvergütungen aus Kosten erhalten, die von der Verwaltungsgesellschaft gemäß dem jeweiligen Verkaufsprospekt dem Fonds belastet werden. Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen des Anlegers abhängig und kann Änderungen unterworfen sein. Bitte konsultieren Sie diesbezüglich Ihren Steuerberater. **Die ausgegebenen Anteile/Aktien dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile/Aktien dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Darüber hinaus können die Anteile/Aktien des Fonds weder direkt noch indirekt „US-Personen“ und/oder Einrichtungen, die sich im Besitz einer oder mehrerer „US-Personen“ im Sinne der Definition des „Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)“ befinden, angeboten oder verkauft werden. Zudem darf dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen nicht in den USA verbreitet werden. Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokuments sowie das Angebot oder ein Verkauf der Anteile/Aktien dieses Fonds können auch in anderen Rechtsordnungen Beschränkungen unterworfen sein.**

Der jüngste Nettoinventarwert (NIW) kann über die Internetseite der Verwaltungsgesellschaft/Kapitalverwaltungsgesellschaft abgerufen werden.

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf <http://www.flossbachvonstorch.com/glossar/>.

© 2024 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

KONTAKTADRESSEN FÜR ANLEGER

Vertriebs- und Informationsstelle Deutschland

Flossbach von Storch AG
Ottoplatz 1, 50679 Köln
Deutschland
Telefon: +49.221.33.88-290
E-Mail: info@fvsag.com
Web: www.flossbachvonstorch.de

Zahlstelle Österreich

Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG
("Erste Bank")
Am Belvedere 1, 1100 Wien
Österreich

Kontakt in der Schweiz

Flossbach von Storch AG
Fraumünsterstrasse 21, 8001 Zürich
Schweiz
Telefon: +41 44 217 37 00
E-Mail: info.ch@fvsag.com
Web: www.flossbachvonstorch.ch

Vertreter Schweiz / Gerichtsstand

IPConcept (Schweiz) AG
Münsterhof 12, 8001 Zürich
Schweiz
Telefon: +41 44 224 32 00
E-Mail: fondsvertretung.ch@ipconcept.com
Fax: +41 44 224 32 28

Zahlstelle Schweiz

DZ PRIVATBANK (Schweiz) AG
Münsterhof 12, 8001 Zürich
Schweiz

Zahlstelle Liechtenstein

VP Bank AG
Aeulestrasse 6, 9490 Vaduz
Liechtenstein