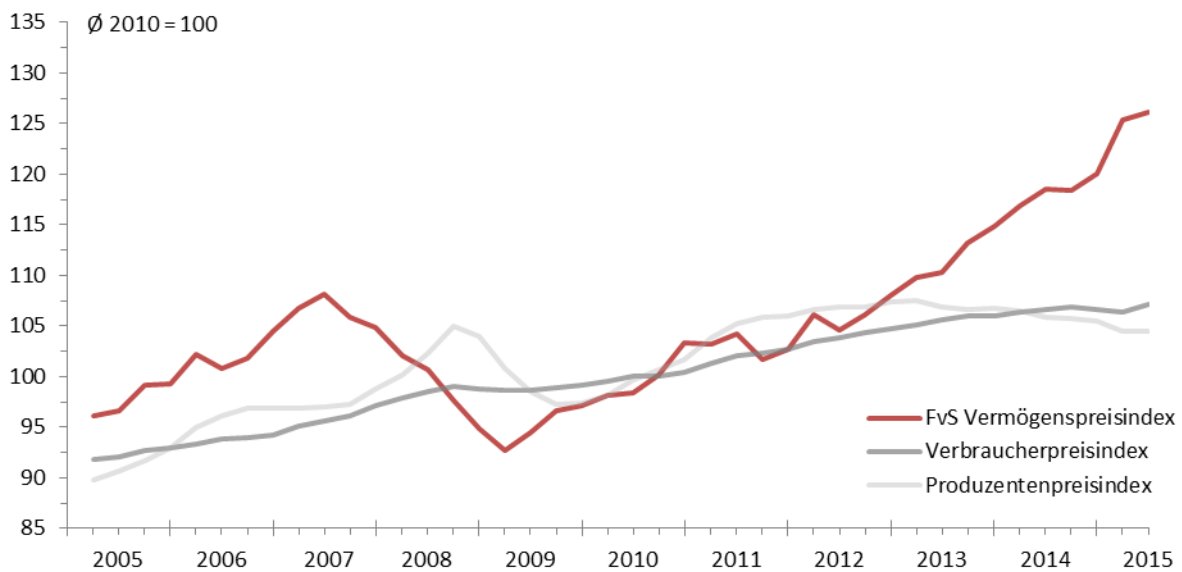




FVS VERMÖGENSPREISINDEX Q2-2015

Vermögenspreisinflation setzt sich fort

von PHILIPP IMMENKÖTTER und CHRISTOPHER THIEM



Quelle: Eigene Berechnungen, destatis und weitere Datenquellen im Anhang.

- Zum Ende der ersten Jahreshälfte 2015 fällt die Vermögenspreisinflation mit +6,5 % gegenüber dem Vorjahresquartal weiterhin hoch aus. Verbrauchpreise haben sich im gleichen Zeitraum um nur 0,5 % erhöht und Produzentenpreise sind um 1,4 % gefallen.
- Sammel- und Spekulationsgüter verzeichnen mit +27,5 % gegenüber dem Vorjahresquartal die höchste Verteuerungsrate. Dahinter folgen das Betriebs- und Aktienvermögen mit +14,2 % bzw. +9,9 %. Langfristige Verbrauchsgüter sowie Rentenwerte verteuern sich mit jeweils 0,4 % am geringsten.
- Die Vermögenspreise der unteren Mittelschicht steigen nun bereits seit mehreren Jahren langsamer als die der übrigen Bevölkerungsgruppen. Es kommt dadurch im unteren Bereich der Haushaltsverteilung immer mehr zu einer Divergenz der Vermögenspreise.



Was ist der FvS Vermögenspreisindex?

Der Flossbach von Storch (FvS) Vermögenspreisindex erfasst die Preisentwicklung des Vermögens deutscher Haushalte. Der Index entspricht der gewichteten Preisentwicklung des Sach- und Finanzvermögens, welches sich im Besitz deutscher Haushalte befindet. Zum Sachvermögen zählen neben Immobilien- und Betriebsvermögen auch langfristige Verbrauchsgüter sowie Sammel- und Spekulationsobjekte. Das Finanzvermögen unterteilt sich in Aktien, Rentenwerte, Spar- und Sichteinlagen sowie in sonstige Finanzwerte. Immobilien stellen mit Abstand den größten Posten (62,1 %) dar, gefolgt von Betriebsvermögen (12,6 %) und Spar- bzw. Sichteinlagen (11,4 %).

Stand der Vermögenspreisinflation zum Ende des zweiten Quartals 2015

Die Vermögenspreisinflation bleibt mit +6,5 % zum Ende der ersten Jahreshälfte 2015 weiterhin auf einem hohen Level, fällt jedoch im Vergleich zum vorherigen Rekordquartal moderater aus. Verantwortlich hierfür ist ein Rückgang der Verteuerungsrates des Finanzvermögens, welche von zuletzt +6,6 % auf +2,5 % gesunken ist. Beim Sachvermögen hat sich die aktuell gemessene Inflationsrate mit +7,5 % gegenüber dem letzten Quartal nicht verändert. Insbesondere in Relation zu anderen Indikatoren kann daher weiterhin von stark steigenden Vermögenspreisen gesprochen werden. Verbraucher- und Produzentenpreise haben sich im Vergleich zum Vorjahresquartal nur um 0,5 % erhöht bzw. sind sogar um 1,4 % gesunken.

Innerhalb des Sachvermögens haben sich Sammel- und Spekulationsgüter im Verlauf eines Jahres um 27,5 % verteuert – sowohl der höch-

te Wert seit Ende 2010 als auch der höchste Wert aller Vermögensgüterklassen dieses Quartals. Das Immobilienvermögen verzeichnet mit 5,7 % einen leicht höheren Preisanstieg als im vorangegangenen Quartal, während der Preisanstieg der langfristigen Verbrauchsgüter (+0,4 %) weiterhin sehr gering ausfällt. Die Inflation des Betriebsvermögens (+14,2 %) ist abermals hoch, liegt jedoch unter dem Wert des vorherigen Quartals.

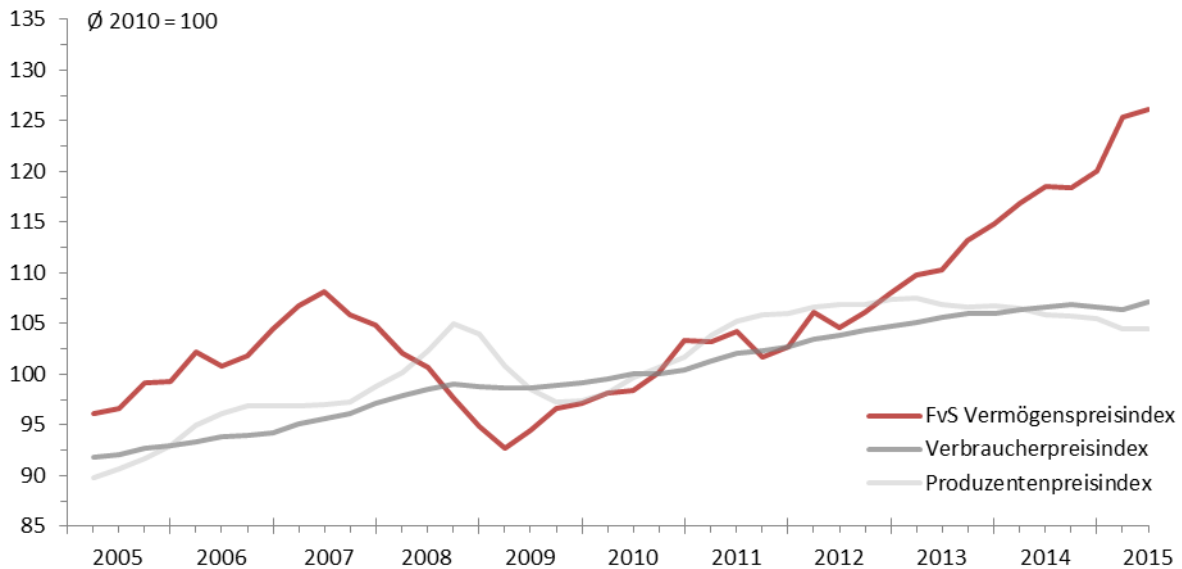
Beim Finanzvermögen haben sich die starken Preisanstiege vom Jahresanfang zu einem großen Teil durch einen Einbruch im aktuellen Quartal wieder relativiert. Insbesondere die gemessene Inflationsrate des Aktienvermögens reduziert sich von zuvor +21,3 % auf nunmehr +9,9 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Bei Rentenwerten wurde zuletzt ein Anstieg von 6,5 % ermittelt, nun sind dagegen die Preise mit +0,4 % im Vergleich zum Vorjahresquartal nahezu unverändert.

Zum Ende der ersten Jahreshälfte ist beim Vermögen der wohlhabendsten Haushalte (Nettovermögensquantil 90-100 %) mit 8,2 % auf Jahresbasis erneut im Querschnitt die höchste Preissteigerung zu messen. Die zweithöchste Inflationsrate, welche beim Vermögen der oberen Mittelschicht zu verzeichnen ist (Nettovermögensquantil 80-90 %), liegt mit +5,6 % bereits deutlich darunter. Ebenso kommt es bei der unteren Mittelschicht (Nettovermögensquantil 20-40 %) immer mehr zu einer Abkopplung der Vermögenspreise von den übrigen Haushaltsgruppen. Mit aktuell +2,6 % gegenüber dem Vorjahresquartal fällt hier die Preisentwicklung nun bereits seit mehreren Jahren bedeutend niedriger aus. Ursache dafür sind die bei dieser Gruppe hohen Vermögensanteile von langfristigen Verbrauchsgütern (22,3 %) sowie von Spar- und Sichteinlagen (39,4 %).



Abstand zwischen Verbraucher- und Vermögenspreisen weiterhin auf Rekordniveau

Vermögenspreise, Verbraucherpreise und Produzentenpreise



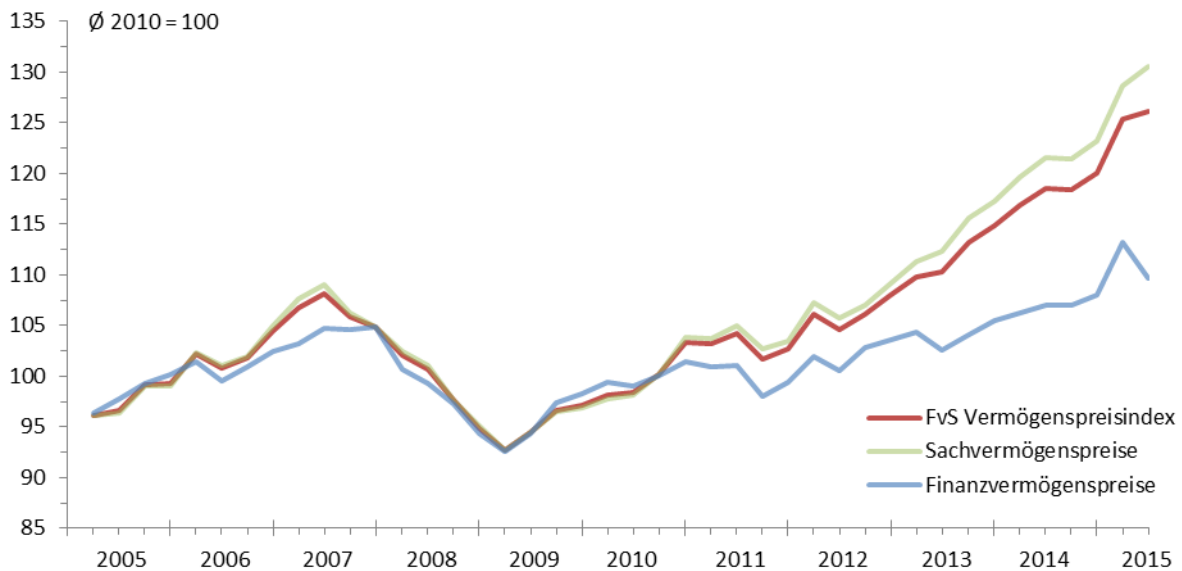
	FvS Vermögenspreisindex		Verbraucherpreisindex		Produzentenpreisindex	
	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal
2012Q3	106.1	+4.4%	104.3	+2.0%	106.9	+0.9%
2012Q4	108.0	+5.2%	104.7	+1.9%	107.3	+1.2%
2013Q1	109.8	+3.5%	105.1	+1.5%	107.5	+0.8%
2013Q2	110.3	+5.4%	105.6	+1.7%	106.8	-0.1%
2013Q3	113.2	+6.7%	106.0	+1.7%	106.6	-0.3%
2013Q4	114.8	+6.3%	106.0	+1.3%	106.7	-0.6%
2014Q1	116.9	+6.4%	106.4	+1.2%	106.5	-0.9%
2014Q2	118.5	+7.4%	106.6	+0.9%	105.9	-0.8%
2014Q3	118.4	+4.6%	106.9	+0.8%	105.7	-0.8%
2014Q4	120.0	+4.5%	106.6	+0.5%	105.4	+0.5%
2015Q1	125.4	+7.3%	106.4	+0.0%	104.4	-2.0%
2015Q2	126.2	+6.5%	107.1	+0.5%	104.4	-1.4%
Zuwachs p.a. seit 2005Q1	-	+2.7%	-	+1.5%	-	+1.5%

Indiziert mittels Jahresdurchschnitt 2010. Quelle: Destatis, eigene Berechnungen, weitere Datenquellen siehe Anhang.



Preiseinbruch beim Finanzvermögen – Verschnaufpause oder Ende eines Trends?

FvS Vermögenspreisindex für alle deutschen Haushalte



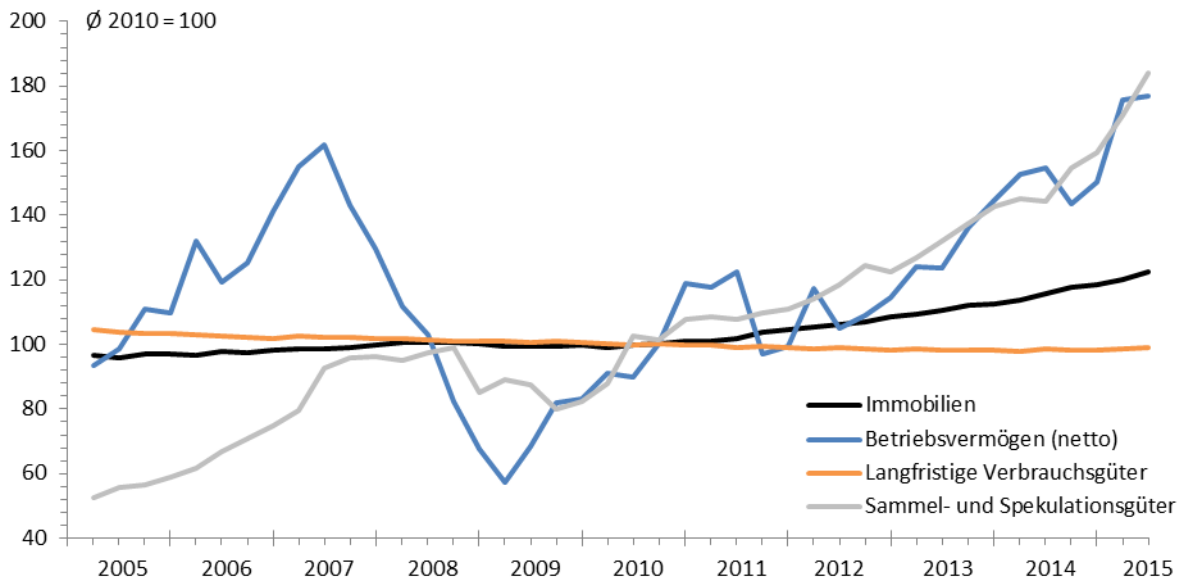
	FvS Vermögenspreisindex		Sachvermögenspreise		Finanzvermögenspreise	
	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal
2012Q3	106.1	+4.4%	107.0	+4.2%	102.8	+4.8%
2012Q4	108.0	+5.2%	109.2	+5.5%	103.5	+4.1%
2013Q1	109.8	+3.5%	111.3	+3.8%	104.3	+2.3%
2013Q2	110.3	+5.4%	112.3	+6.2%	102.6	+2.1%
2013Q3	113.2	+6.7%	115.6	+8.1%	104.1	+1.3%
2013Q4	114.8	+6.3%	117.3	+7.4%	105.5	+1.9%
2014Q1	116.9	+6.4%	119.7	+7.5%	106.2	+1.9%
2014Q2	118.5	+7.4%	121.5	+8.2%	107.0	+4.3%
2014Q3	118.4	+4.6%	121.4	+5.0%	107.0	+2.8%
2014Q4	120.0	+4.5%	123.2	+5.1%	108.1	+2.4%
2015Q1	125.4	+7.3%	128.6	+7.5%	113.3	+6.6%
2015Q2	126.2	+6.5%	130.6	+7.5%	109.7	+2.5%
Zuwachs p.a. seit 2005Q1	-	+2.7%	-	+3.0%	-	+1.3%
Anteil am Gesamtindex	100%	-	78.9%	-	21.1%	-

Indiziert mittels Jahresdurchschnitt 2010. Quelle: Eigene Berechnungen, Datenquellen siehe Anhang.



Preise für Sammel- und Spekulationsgüter schießen ungebremst in die Höhe

Preisentwicklung des Sachvermögens im Detail



Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal

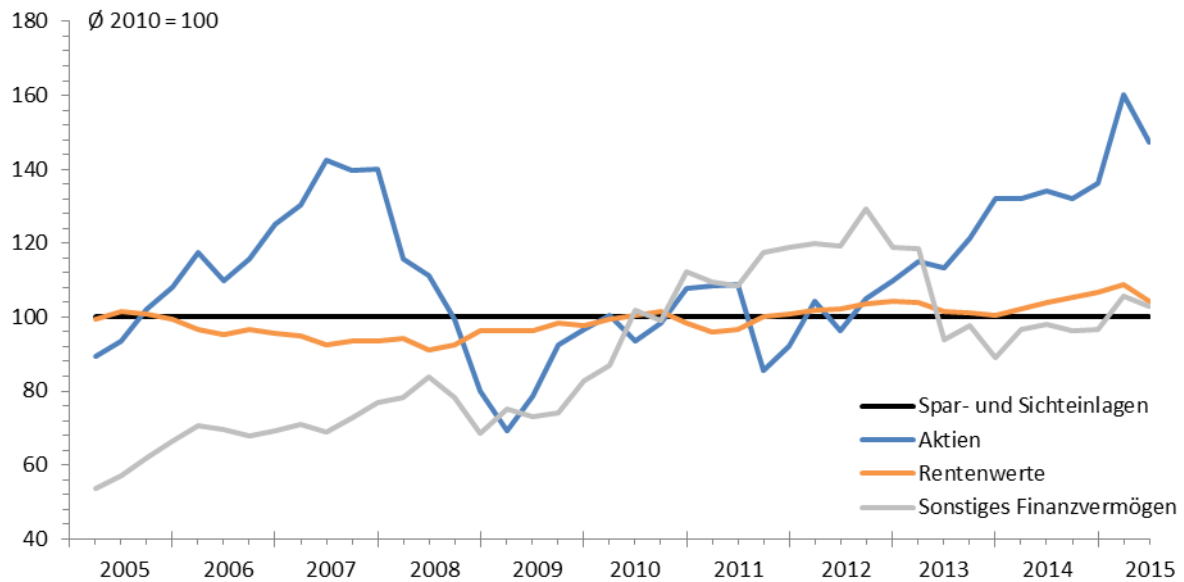
	Immobilien	Betriebsvermögen (netto)	Langfristige Verbrauchsgüter	Sammel- und Spekulationsgüter
2012Q3	2.8%	12.3%	-0.4%	13.2%
2012Q4	3.9%	14.9%	-0.6%	10.5%
2013Q1	3.5%	5.6%	-0.3%	11.3%
2013Q2	4.2%	17.8%	-0.7%	11.3%
2013Q3	5.0%	25.0%	-0.5%	10.5%
2013Q4	3.6%	26.5%	-0.1%	16.2%
2014Q1	4.2%	23.2%	-0.5%	14.5%
2014Q2	4.7%	25.1%	0.3%	9.2%
2014Q3	5.1%	5.2%	-0.1%	12.6%
2014Q4	5.5%	3.8%	0.1%	11.9%
2015Q1	5.6%	15.2%	0.6%	17.7%
2015Q2	5.7%	14.2%	0.4%	27.5%
Zuwachs p.a. seit 2005Q1	2.3%	6.4%	-0.5%	13.0%
Anteil am Gesamtindex	62.1%	12.6%	3.5%	0.7%

Indiziert mittels Jahresdurchschnitt 2010. Quelle: Eigene Berechnungen, Datenquellen siehe Anhang.



Starker Rückgang beim Aktienvermögen relativiert Preissteigerung des vorangegangenen Quartals

Preisentwicklung des Finanzvermögens im Detail



Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal

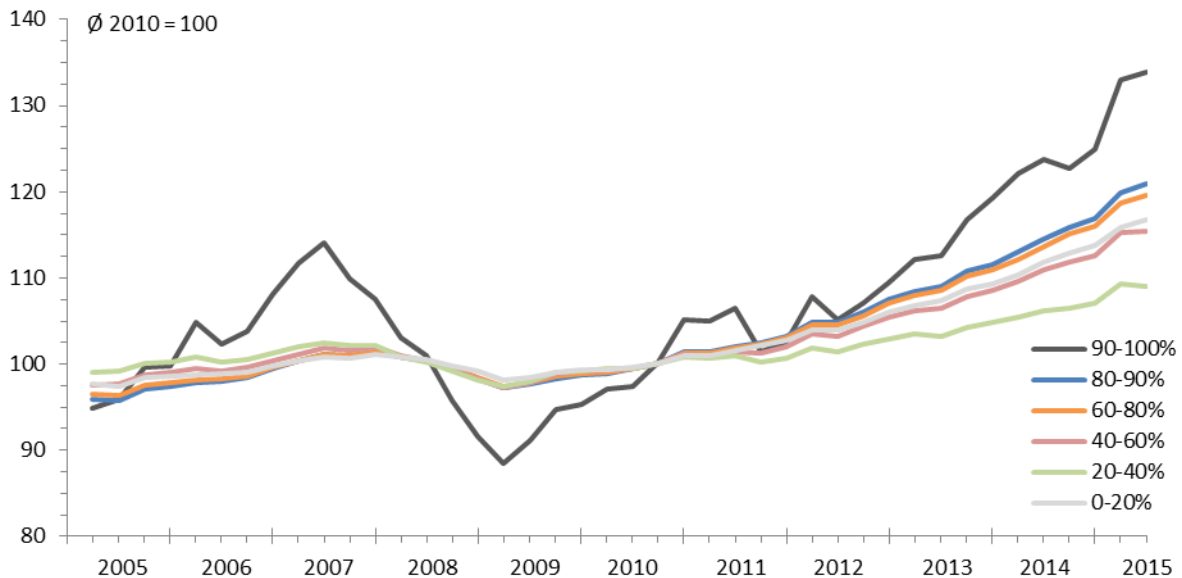
	Spar- und Sichteinlagen	Aktien	Rentenwerte	Sonstiges Finanzvermögen
2012Q3	-	22.7%	3.4%	10.1%
2012Q4	-	19.0%	3.7%	0.0%
2013Q1	-	10.3%	1.9%	-1.1%
2013Q2	-	17.8%	-0.6%	-21.1%
2013Q3	-	15.5%	-2.2%	-24.4%
2013Q4	-	20.1%	-3.7%	-25.1%
2014Q1	-	14.8%	-1.5%	-18.5%
2014Q2	-	18.2%	2.2%	4.2%
2014Q3	-	8.9%	3.9%	-1.4%
2014Q4	-	3.2%	6.1%	8.8%
2015Q1	-	21.3%	6.5%	9.3%
2015Q2	-	9.9%	0.4%	5.1%
Zuwachs p.a. seit 2005Q1	-	5.0%	0.5%	6.6%
Anteil am Gesamtindex	11.4%	3.8%	5.2%	0.7%

Indiziert mittels Jahresdurchschnitt 2010. Quelle: Eigene Berechnungen, Datenquellen siehe Anhang.



Divergenz der Vermögenspreise setzt sich fort

Vermögenspreisentwicklung der Haushalte nach Nettovermögensquantilen



	(ärmste Haushalte)		Nettovermögensquantile					(wohlhab. Haushalte)				
	Indexstände und Veränderung ggü. dem Vorjahresquartal		20-40%		40-60%		60-80%		80-90%		90-100%	
	0-20%											
2012Q2	104.0	+2.5%	101.5	+0.5%	103.3	+1.8%	104.6	+2.7%	104.9	+2.8%	105.2	-1.2%
2012Q3	104.9	+2.6%	102.3	+2.1%	104.3	+3.0%	105.7	+3.3%	106.1	+3.5%	107.1	+5.6%
2012Q4	106.1	+3.3%	102.9	+2.2%	105.5	+3.4%	107.1	+3.9%	107.5	+4.1%	109.4	+6.6%
2013Q1	106.8	+2.7%	103.4	+1.5%	106.2	+2.6%	107.9	+3.2%	108.4	+3.3%	112.2	+4.1%
2013Q2	107.3	+3.2%	103.2	+1.7%	106.4	+3.1%	108.5	+3.8%	109.1	+4.0%	112.6	+7.1%
2013Q3	108.8	+3.7%	104.2	+1.9%	107.9	+3.4%	110.2	+4.3%	110.8	+4.5%	116.8	+9.1%
2013Q4	109.2	+3.0%	104.8	+1.9%	108.6	+2.9%	110.9	+3.6%	111.6	+3.9%	119.3	+9.0%
2014Q1	110.4	+3.3%	105.4	+1.9%	109.6	+3.1%	112.2	+4.0%	113.0	+4.2%	122.1	+8.8%
2014Q2	111.8	+4.2%	106.2	+2.9%	110.9	+4.2%	113.7	+4.8%	114.5	+5.0%	123.8	+9.9%
2014Q3	113.0	+3.9%	106.4	+2.1%	111.8	+3.6%	115.1	+4.4%	115.9	+4.6%	122.7	+5.0%
2014Q4	113.8	+4.1%	107.1	+2.2%	112.6	+3.8%	116.0	+4.6%	117.0	+4.8%	125.0	+4.8%
2015Q1	115.9	+5.0%	109.3	+3.7%	115.3	+5.3%	118.8	+5.8%	119.9	+6.1%	132.9	+8.9%
2015Q2	116.7	+4.4%	109.0	+2.6%	115.4	+4.1%	119.6	+5.2%	120.9	+5.6%	133.9	+8.2%
Zuwachs p.a. seit 2005Q1	-	+1.8%	-	+0.9%	-	+1.6%	-	+2.1%	-	+2.3%	-	+3.4%

Indiziert mittels Jahresdurchschnitt 2010. Quelle: Eigene Berechnungen, Datenquellen siehe Anhang.



Methodik

Der FvS Vermögenspreisindex erfasst die Preisänderung von Vermögensgütern deutscher Haushalte. Der Index wird mittels des Verfahrens von Laspeyres als gewichteter Durchschnitt von indizierten Preiszeitreihen berechnet, welche jeweils die Entwicklung der Preise von Vermögensgütern in Euro wiedergeben. Der Index ist auf dem Durchschnittswert des Jahres 2010 basiert. Wenn notwendig, wurden qualitätsbereinigte Zeitreihen herangezogen und Erträge, wie z.B. Zinszahlungen, nicht berücksichtigt. Eine Bewertung der Preise wird nicht vorgenommen. Für die Vermögensklasse Aktien gehen bspw. die Aktienpreise und nicht etwa das Preis-Gewinn-Verhältnis ein. Dies entspricht dem Vorgehen bei Güterpreisindizes, in die nur Güterpreise und nicht etwa das Preis-Nutzen-Verhältnis eingehen. Die Auswahl der relevanten Vermögensgüter erfolgt über die Studie „Private Haushalte und deren Finanzen“ (PHF) der Deutschen Bundesbank (2013). Die Gewichtung der Zeitreihen basiert auf den Ergebnissen der PHF-Studie zum Jahr 2010 und entspricht dem Anteil der Vermögensgüter am Bruttover-

mögen der deutschen Haushalte. Da die Zusammensetzung des Haushaltsvermögens im Bevölkerungsquerschnitt sehr heterogen ist, wird der FvS Vermögenspreisindex zusätzlich für verschiedene Quantile der Verteilung des Nettovermögens deutscher Haushalte (Bruttovermögen abzüglich Verbindlichkeiten) berechnet.

Die Vermögensgüter eines Haushalts werden in verschiedene Untergruppen des Sach- und Finanzvermögens eingeteilt. Zum Sachvermögen zählen Immobilien, Betriebsvermögen (netto), langfristige Verbrauchsgüter sowie Sammel- und Spekulationsgüter. Unter dem Finanzvermögen werden Sicht- und Spareinlagen, Aktien, Rentenwerte sowie das sonstige Finanzvermögen zusammengefasst. Vermögen in Form von Fondsanteilen und Guthaben bei kapitalbildenden Versicherungsverträgen wird entsprechend der jeweiligen Zusammensetzung auf die vorhergehenden Komponenten aufgeteilt.

Die Preisentwicklung von Immobilienvermögen wird durch die vdp-Immobilienpreisindizes der vdpResearch GmbH erfasst. Der Index „Wohnen“ gibt hierbei die Veränderung der Preise für

Vermögenszusammensetzung nach Nettovermögensquantilen

Vermögensgüter	Alle Haushalte	Nettovermögensquantil					(wohlhabendste Haushalte)
		(ärmste Haushalte)	0-20%	20-40%	40-60%	60-80%	80-90%
Sachvermögen	78,9%	76,5%	47,8%	63,3%	75,8%	76,8%	83,8%
Immobilien	62,1%	65,1%	23,6%	52,4%	68,9%	70,8%	58,9%
Betriebsvermögen (netto)	12,6%	1,3%	1,9%	1,2%	1,6%	1,9%	22,3%
Langfristige Verbrauchsgüter	3,5%	10,2%	22,3%	9,7%	4,0%	2,1%	0,6%
Sammel- und Spekulationsgüter	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	2,1%	1,9%
Finanzvermögen	21,1%	23,5%	52,2%	36,7%	24,2%	23,2%	16,2%
Spar- und Sichteinlagen	11,4%	16,4%	39,4%	22,7%	14,4%	13,9%	7,0%
Aktien	3,8%	2,4%	4,5%	5,4%	3,6%	3,6%	3,7%
Rentenwerte	5,2%	4,2%	7,3%	7,9%	5,6%	5,0%	4,7%
Sonstiges Finanzvermögen	0,7%	0,5%	1,0%	0,8%	0,5%	0,7%	0,8%

Quelle: PHF Studie (2013) der Deutschen Bundesbank, weitere Datenquellen im Anhang.



selbstgenutztes Wohneigentum wieder, während die Preisveränderung sonstiger Immobilien durch den Index „Gesamt“ erfasst wird. Da der Index „Gesamt“ erst ab 2008 unterjährig verfügbar ist, werden Quartalswerte vor 2008 mit Hilfe des durchschnittlichen Jahreswachstums approximiert. Entsprechend der Vermögensverteilung der Haushalte werden die beiden Indizes zueinander gewichtet. Beide Preisindizes basieren auf einer Transaktionsdatenbank, die knapp 90 Prozent der Umsätze des deutschen Immobilienmarkts wiedergibt.

Privates Betriebsvermögen umfasst alle nicht öffentlich gehandelten Unternehmensbeteiligungen privater Haushalte. Die Preisentwicklung wird durch den SDAX Kursindex der Deutschen Börse approximiert, da es sich hier primär um Unternehmen des Mittelstandes handelt. Der SDAX Kursindex gibt die Preisentwicklung von 50 öffentlich gehandelten Unternehmen der klassischen Industriebranchen wieder, die hinsichtlich Marktkapitalisierung und Börsenumsatz den im MDAX gelisteten Werten folgen.

Um die Preisentwicklung langfristiger Verbrauchsgüter wie beispielsweise Nutzfahrzeuge und Möbel zu messen, werden die entsprechenden Komponenten des Verbraucherpreisindex vom Statistischen Bundesamt herangezogen. Die relative Gewichtung erfolgt über den jeweiligen Anteil am Verbraucherpreisindex.

Die Preisentwicklung von Sammel- und Spekulationsobjekten wird durch die drei repräsentativen Güterklassen historische Automobile, Kunstobjekte und kostbare Weine erfasst. Zur Preismessung von historischen Automobilen wird der HAGI Top Index der Historic Automobile Group International herangezogen. Der Index verfolgt die Preisentwicklung von 50 seltenen historischen Automobiltypen basierend auf einer Datenbank mit Transaktionen zu mehr als

18.000 Einzelfahrzeugen und einer geschätzten Marktkapitalisierung von über 15 Milliarden Pfund (Stand: März 2015). Quartalswerte vor 2009 entstammen einer unterjährig interpolierenden gleichgewichteten Rückrechnung. Um die Preisentwicklung am Kunstmarkt abzubilden, werden Kunstpreisindizes der Artnet AG verwendet. Diese Preisindizes beziehen sich auf verschiedene Marktsegmente wie z.B. zeitgenössische Kunst, moderne Kunst oder Werke aus der Zeit des Impressionismus und werden gemäß der Anzahl der im Index enthaltenen Künstler relativ zueinander gewichtet. Zudem werden die Kunstpreiszeitreihen mittels eines rollierenden Durchschnitts geglättet, um von kurzfristigen Preisschwankungen zu abstrahieren. Die Preisentwicklung von kostbaren Weinen wird mit dem Liv-ex Fine Wine 100 der Handelsplattform Liv-ex Ltd. gemessen. Der Index misst die Preisentwicklung des Premiumsegments des Weinhandels für Weine, für die ein Sekundärmarkt existiert. Im Index sind primär Bordeaux Weine enthalten, jedoch auch Weine aus den Weinanbaugebieten Burgund, Rhône, Champagne und aus Italien.

Da Spar- und Sichteinlagen keinem direkten Preis unterliegen, wird angenommen, dass sie keine Preisveränderungen aufweisen und werden daher durch eine konstante Zeitreihe modelliert. Unter anderem fallen in diese Kategorie Giro-, Spar-, Fest- und Tagesgeldkonten, Guthaben auf Bauspar- und nichtstaatlichen Altersvorsorgeverträgen und Forderungen gegenüber anderen Haushalten.

Die Preisentwicklung von Aktien wird durch verschiedene Aktienkursindizes erfasst. Mittels der Daten der Coordinated Portfolio Investment Survey (CPI) des Internationalen Währungsfonds (IWF) wird die geographische Gewichtung deutscher Aktieninvestitionen bestimmt und,



basierend darauf, MSCI-Kursindizes entsprechend zueinander gewichtet.

Analog zum Vorgehen bei den Aktieninvestitionen wird die geographische Verteilung von Renteninvestitionen mittels Daten des IWF und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bestimmt, und die Preisentwicklung anhand der entsprechenden Rentenpreisindizes von Barclays Bank PLC. berechnet. Hierbei werden sowohl Staats- als auch Unternehmensanleihen mit verschiedener Bonität und Restlaufzeit berücksichtigt.

Das sonstige Finanzvermögen, welches nicht durch die drei vorhergehenden Kategorien abgedeckt ist, wird stellvertretend durch die Entwicklung der Preise von Gold und Rohstoffen gemessen. Für die Preisentwicklung von Rohstoffen wird hierbei der Thomson Reuters Continuous Commodity Index verwendet, welcher die Preisentwicklung von Futures auf diverse Rohstoffe wiedergibt. Der Goldpreis wird über den London Bullion Market erhoben.

Zur Aufteilung des Kapitals, welches in Versicherungsverträgen und Fonds gebündelt ist, werden Angaben des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) und des Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) genutzt.

Durch Revision historischer Daten der zugrundeliegenden Zeitreihen kann es zu einer Abweichung der historischen Indexwerte von vorherigen Veröffentlichungen kommen.

Veröffentlichung

Der FvS Vermögenspreisindex erscheint quartalsweise. Die Indexwerte eines Quartals werden zur Mitte des Folgequartals publiziert:

Erstes Quartal:	20. Mai
Zweites Quartal:	20. August
Drittes Quartal:	20. November
Viertes Quartal:	20. Februar des Folgejahres

Sollte der Termin auf ein Wochenende oder einen gesetzlichen Feiertag fallen, so erfolgt die Veröffentlichung am darauffolgenden Werktag.

Datenquellen

Artnet AG
Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)
Barclays Bank PLC
Bundesverband Investment und Asset Management (BVI)
Deutsche Bundesbank
destatis – Statistisches Bundesamt
Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) e.V.
Historic Automobile Group International (HAGI)
Internationaler Währungsfonds (IWF)
Liv-ex Ltd
ThomsonReuters
vdpResearch GmbH



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers 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 des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Dr. Philipp Immenkötter, Christopher Thiem; *Redaktionsschluss* 19. August 2015