
1. Der Markt hat immer recht

Bisweilen gerät der Wirtschaftsexperte in die nicht eben angenehme Lage, dass er zwar objektiv die Richtigkeit seiner Lagebeurteilungen belegen kann, dass aber das grosse Publikum, ja ein ganzer Markt, anderer Meinung ist. Märkte entsprechen dem Zusammenschluss der Erwartungen aller Marktteilnehmer. Diese *aggregierte Erwartungshaltung* kann, an allen Gegebenheiten vorbei, selber *Tatsachen schaffen*.

Einige *Beispiele*. Die weltwirtschaftlichen Zahlen sprechen praktisch allesamt für einen recht markanten Wachstumsrückgang der meisten Volkswirtschaften und gegen eine sehr baldige konjunkturelle Erholung. Wer in dieser Situation aber denken würde, das dämpfte die Aktienbörsen, der sieht sich getäuscht. Unbeeindruckt von rückläufigen Unternehmensgewinnen tendieren etwa die schweizerische und die deutsche Börse unentwegt nach oben.

Oder: Es gibt eine Unzahl von Einflussgrössen, die den US-Dollar belasten, beispielsweise die negativen Zinsdifferenzen zu anderen Währungen, die geringen Aussichten für eine baldige Produktivitätssteigerung, der ungute Zustand des US-Finanzsystems. Dennoch notierte man in den letzten paar Wochen dauernd höhere Dollarkurse. Das G7-Treffen vom letzten Wochenende musste unter anderem diesem Thema gewidmet werden.

Wer hat nun recht: der einsame *Prognostiker* oder der *Markt*? - Möglicherweise beide. Denn vielleicht hat der Prognostiker zwar die Entwicklung der einzelnen Fakten richtig gesehen, es wurden aber die falschen Schlüsse aus seinen Voraussagen gezogen. Wer eine markante wirtschaftliche Abkühlung voraussagt, der spricht nicht im gleichen Atemzug von einer Börsenbaisse. Im Gegenteil: Rezessionen wurden in der Vergangenheit oft von einer Börsenerholung begleitet, da die expansivere Notenbankpolitik der Erwartungshaltung des Publikums die notwendigen Impulse gab. Unter Umständen ist es aber auch so, dass die vom Prognostiker frühzeitig erkannten Faktoren erst viel später ins allgemeine Bewusstsein eingehen und mit anderen Worten die Erwartungshaltung verzögert beeinflussen werden.

Und der Markt? Insofern, als er selbst Gegebenheiten schafft, hat er eo ipso recht. Ein höherer Dollarkurs kann nie "falsch" sein, und überhaupt gibt es ökonomisch ja für keinen Preis, übrigens auch nicht für Börsenkurse, *objektive Bestimmungsmerkmale*. Allerdings gilt es im Auge zu behalten, dass der Markt ein dynamisches Gebilde ist, das sich aufgrund irgenwelcher neuer Fakten und Erkenntnisse anpasst. Man spricht dann von Marktkorrekturen.

2. ... oder doch nicht?

Wenn der Markt immer recht hätte, dann müsste, vordergründig gesehen, jede Analysetätigkeit wertlos sein. In der Tat kann man zum Beispiel nachweisen, dass die beste Währungsprognose die momentanen Tageskurse sind. Wieviel wert wird der US-\$ in einem Monat sein? Fr. 1.60 oder Fr. 1.25? Die Prognose mit der geringsten Fehlerquote ist der heutige Tageskurs. Ähnliches kann über die Aktienbörsen ausgesagt werden, und auch Zinsprognosen sind selten richtig. Welchen *Sinn* hat also die *Wirtschaftsanalyse*?

Die Situation ist *paradox*: Statistisch gesehen hat die grosse Mehrheit der Prognosen "keinen Wert", da sie systematisch danebenliegen. Aber: Ohne die Prognosen gäbe es keinen Markt. Ohne die Unzahl von Analysten, die mit Bienenfleiss die Bilanzen von Unternehmungen auseinandernehmen, ohne das Heer von Makroökonomern, die mit Argusaugen jede Zuckung der Notenbank beobachten, ohne die Strategieexperten, die Investitionschancen in noch wenig entwickelten Ländern her-austüfteln - ohne sie alle fände die Erwartungsbildung im Markt nicht statt.

Der Wert der wirtschaftsanalytischen Tätigkeit liegt im Zusammenhang mit der Dynamik der Märkte darin, aufgrund der Faktenlage *Abweichungen zum allgemeinen Konsens* zu formulieren und gegebenenfalls auf mögliche Korrekturen hinzuweisen. Gelingt dies rechtzeitig, so hat der Prognostiker "den Markt geschlagen" und recht bekommen.

Wenn nach unserer Meinung zum Beispiel die *Chancen* für einen baldigen, kräftigen *Wirtschaftsaufschwung gering* zu veranschlagen sind, dann weichen wir bewusst vom allgemeinen Konsens ab. Wir sind in der glücklichen Lage, unsere Ansichten ohne irgendwelche Rücksichtnahmen bilden zu können. Denn darin liegt natürlich eine grosse Gefahr: dass die Experten *Gefangene ihres Umfelds* sind. So sind Aeusserungen von Regierungsvertretern über die Konjunkturaussichten grundsätzlich mit Vorsicht zu geniessen. In jedem Falle ist ein "Euphemismus-Abzug" vorzunehmen. Aber auch Referate von Notenbankvertretern dürfen nicht so ohne weiteres zum Nennwert genommen werden. Notenbankvertreter wollen mit ihren Aeusserungen etwas bewirken.

3. Analytiker, die die Analyse scheuen

Es ist auffällig, dass in Zeiten gleichartiger wirtschaftlicher Entwicklungen stets dieselben Experten Oberhand haben. So war zum Beispiel von Anfang bis Mitte der Achtzigerjahre Henry Kaufmann der Zinspapst nicht nur im \$-Bereich, sondern weltweit. Mit veränderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verblasste auch sein Ruhm. Ähnlich verhält es sich mit sogenannten "Top-Shots" bei den Portfolio-Managern. Sie sind meist ein, zwei Jahre erfolgreich, das heisst: sie "schlagen den Markt" systematisch, um später, bei veränderten Rahmenbedingungen, wieder in die Menge der unbekannteren Durchschnittsperformer unterzutauchen. Ab und zu schafft es ein *Wall-Street-Star* sogar bis ans letzte *Ende der Rangliste* ...

Die Erklärung für dieses Phänomen liegt auf der Hand: Sie ist in der Arbeitsmethode vieler Analysten und Portfoliomanager begründet. Vereinfacht gesagt, aber sicherlich

zutreffend, verzichten die meisten von ihnen auf eine konsistente Theorie und orientieren sich an vermeintlichen Zusammenhängen. So wird zum Beispiel aufgrund von Differenzen in der Realverzinsung zwischen zwei Währungen eine Währungsprognose abgegeben. Gewiss: es gibt einen Zusammenhang zwischen Realzinsen und Wechselkurs. Aber er ist bei weitem nicht der einzige, und seine Bedeutung ist nicht konstant.

Die Alternative liegt im Bemühen, seine Tätigkeit möglichst nahe an die konsistente Theorie anzulehnen, sich nicht mit Scheinerklärungen zu begnügen, stets nach dem "weshalb?" zu fragen. Die Methode ist zwar häufig weniger spektakulär, aber auf die Länge wohl erfolgreicher und sicher auch transparenter.

4. Zusammenhänge, die es nicht mehr gibt

Vermeintliche Zusammenhänge halten über eine gewisse Zeit an, nachher gibt es sie nicht mehr. Dieses Phänomen kann an der gegenwärtigen Wirtschaftsentwicklung sehr deutlich veranschaulicht werden. Die letzten zwanzig, dreissig Jahre waren bekanntlich durch die Rezessionen von 1974/75, 1979 und 1980/81 gekennzeichnet. Sie hatten verschiedene Elemente gemeinsam, und die Erholung war ebenfalls von gemeinsamen Elementen gekennzeichnet. Aus dem früheren Verhaltensmuster könnte ohne grosse geistige Anstrengung auf die momentane Situation geschlossen werden.

Gehabte Rezessionen begannen, um mit amerikanischen Daten zu operieren, mit einer vorgängig hohen Inflationsrate, hohen Zinssätzen, einer restriktiver werdenden Geldpolitik. Die Konsum- und Investitionsneigung nahm aufgrund der hohen Kosten des Geldes ab, und die Inventare wurden gross und grösser. Der Private begann zu sparen, seine Verschuldung schwand. Auf der monetären Seite ging die Geldmenge drastisch zurück, die Kreditnachfrage und der Geldumlauf nahmen ab. Dann folgte die Stimulierungsphase mit tieferen Zinsen und sich erhöhender Investitionsneigung. Die der Wirtschaft zur Verfügung stehende Liquidität stieg kontinuierlich an.

Wer im jetzigen Zeitpunkt eine baldige und kräftige Erholung der US-Konjunktur voraussagt, der wendet dieses vereinfachte Schema an. Das Problem liegt aber eben darin, dass sehr vieles sehr anders geworden ist. Wir haben es nicht mit einer "normalen" Rezession zu tun. Rückschlüsse aus vermeintlichen Zusammenhängen helfen nichts. Wir sind nicht von einer hohen Inflationsrate aus in den Abschwung gestartet. Die Lagerhaltung der Unternehmen ist nicht hoch, ganz im Gegenteil. Die Sparrate ist historisch gering, die Verschuldung des privaten Sektors und des öffentlichen ohnehin immens. Die Kreditnachfrage nimmt vorderhand nicht zu. Weltweit sind Steuererhöhungen angekündigt.

5. Das Lift-Theorem

Gewiss, viele wesentliche Indikatoren sind in den USA auf Tiefpunkten angelangt, so die real gerechneten Konsumausgaben, das verfügbare persönliche Einkommen, die Autoverkäufe, die "Housing Starts" undsoweiter. Es ist natürlich naheliegend zu argumentieren, dass just wegen dieses Tiefstandes nun die ganze Geschichte wieder aufwärtsgen müsse.

Etwa so wie ein Lift, der nun einfach nicht mehr tiefer als in den Keller fahren könne.

Dagegen ist zweierlei einzuwenden. Erstens: Wer weiss denn so genau, wo der Keller wirklich liegt? Zweitens: *Ohne Strom* kommt man vom Keller *nicht wieder hinauf*. Und hierin liegt eben gerade das *Schlüsselproblem* der heutigen Situation: Wir sehen in bezug auf die USA vorderhand keine Ansatzpunkte für eine nachhaltige Erholung. Die seit einigen Monaten betriebene Lockerung der Geldmengenpolitik durch das Fed ist in erster Linie dem (ausserordentlich labilen) Bankensystem zugutegekommen. Die US-Banken, die angesichts ihrer dürftigen Bonität sich am Markt zu Zinssätzen von 12 % und mehr hätten refinanzieren müssen, kamen so in den Genuss bedeutend billigeren Geldes.

Die US-Banken geben diese tieferen Zinsen nun aber weitgehend nicht der Wirtschaft weiter, sondern bevorzugen risikolose Anlagen beim Staat und verdienen auf diese Weise eine nette Marge. Die US-Wirtschaft muss sich nach wie vor mit etwa 12 % refinanzieren. Dies widerspiegelt sich auch an der Entwicklung der Geldmenge M3, die sich kaum bewegt. Das heisst mit anderen Worten: Die *grosszügige Geldmengenpolitik* hat bisher praktisch noch *nicht auf die Gesamtwirtschaft durchgeschlagen*. Dem Lift fehlt der Strom.

Wir haben in der Wegelin - Börse schon mehrfach auf die *strukturellen Gründe* für den Krebsgang der US-Wirtschaft hingewiesen. In *einem* kann die Lagebeurteilung nun in positiver Richtung korrigiert werden: Dem US-Bankensystem geht es wieder etwas besser, und dies ist im Hinblick auf die immense Bedeutung der Banken innerhalb des gesamten Finanzsystems selbstverständlich von grosser Bedeutung. Eine eigentliche Krise des Finanzsystems ist vorderhand wieder einmal abgewendet worden.

Die übrigen Strukturprobleme sind allerdings erhalten geblieben. Der amerikanische Staat frisst nach wie vor Unsummen weg. Er konkurrenziert als Schuldner den privaten Sektor; Steuersenkungen sind in weite Ferne gerückt, und überdies ist der Staat, wo überhaupt Produktion zur Diskussion steht, ein äusserst ineffizienter Produzent. Letztlich wurden auf Veranlassung der amerikanischen Lehrergewerkschaft die Pro-Kopf-Ausgaben für Erziehung in verschiedenen OECD-Ländern gemessen. Die USA schwangen dabei (in Sachen Ausgaben) weit obenauf, Deutschland und die Schweiz lagen am Ende der Rangliste. Gleichzeitig ist die Zunahme an Analphabeten in den Vereinigten Staaten am höchsten ...

6. Was ist denn mit den Zinsen los?

Unverkennbar ist die *Wirtschaftssituation* in Nordamerika *schwach*, und in den übrigen Industriestaaten ist sie daran, schwächer zu werden. In der Schweiz stagniert die Produktion, der Stellenindex ist klar rückläufig, ebenso die Kapazitätsauslastung. Die Gewinnausweise verschiedener Unternehmen werden in zu gutem Lichte gezeigt, das heisst, Dividenden oft aus den Reserven bezahlt. Die *deutsche Wirtschaft* profitiert vorderhand in erster Linie von der erhöhten *Binnennachfrage*, währenddem die Exportaufträge stark

rückläufig sind. Die Sondersituation Deutschland überdeckt in verschiedener Hinsicht die gesamteuropäische Situation, die ähnlich der Schweiz wenig *rosig* aussieht.

Nach allen bisher *bekannt*en Regeln müsste dies eigentlich ziemlich bald zu eindeutig *rückläufigen* Zinsen führen. Aus unserer Sicht harzt es damit jedoch aus zwei Gründen: Zum einen lauert weltweit eine *immense Kapitalnachfrage*. Die gegenwärtig stets noch hohen Zinsen widerspiegeln damit eben nicht das zwar eindeutig verbesserte Verhältnis zwischen rückläufiger Kreditnachfrage und steigendem Geldangebot, sondern auch die Erwartungshaltung bezüglich kommender Finanzierungsnotwendigkeiten. Zum andern bleiben Zweifel an der Konsistenz der Geldpolitik der Notenbanken bei den Investoren offenbar länger haften, als man dies landläufig glaubt. Wer sich als Investor durch eine zu grosse Geldmengenexpansion in den letzten zwanzig Jahren regelmässig enttäuscht sehen musste, der ist nicht so bald bereit, langfristig Geld ohne *Risikoprämie* für mögliche *neue Inflationierungen* herzugeben. Die leicht gestiegenen langfristigen $\text{\$}$ -Zinssätze zeigen dieses Verhaltensmuster deutlich auf. Den deutschen Investor beschleichen angesichts der hohen Infrastrukturaufwendungen sowie der "Reparationszahlungen" an die UdSSR wohl ähnliche Gefühle.

Vom Rückgang der *langfristigen* Zinsen aber ist selbstverständlich die Investitionsneigung der Unternehmer abhängig. Welcher Industrielle wäre denn bereit, schon aufgrund etwas tieferer kurzfristiger Zinsen zu investieren? Für ihn, der das Geld langfristig binden muss, zählen vor allem die langfristigen Zinssätze.

Man kann sich durchaus ein Szenario vorstellen, in dem zwar die Wirtschaft stagniert, die Zinsen aus den genannten Gründen über längere Zeit dennoch relativ zu hoch bleiben. Das wäre dann einmal mehr das "Lift-Szenario" ohne Strom.

Mit früheren Rezessionsmustern ist also auch in bezug auf die Zinsen vorsichtig umzugehen. Die heutige Situation präsentiert sich anders; neue Elemente wie der hohe Kreditbedarf im Osten sind dazugekommen und "verderben" einem die schönen Modelle.

7. Börsen: Auf A muss B folgen

In den vergangenen Rezessionszyklen war stets zu beobachten, dass die Börsen auf die Geldmengenausweitung positiv reagierten. Der Grund dafür liegt zum einen im real vermehrt zur Verfügung stehenden Geld und im Schwinden von Anlagealternativen, z.B. in Form von Festgeldern. Wenn Festgelder anstatt 8 oder 9 % nur noch 5 oder 6 % abwerfen, dann kann ein Umsteigen in Aktien schon wieder attraktiver werden. Zum andern wird bei einer Geldmengenausweitung natürlich eine später positivere Wirtschaftsentwicklung vorweggenommen.

Dieser ersten, *monetären* Phase folgt dann die gewinninduzierte Phase. Das heisst, die Börse will *verbesserte Unternehmensresultate*, erhöhte Gewinne, sehen. In den USA haben wir eine monetäre Phase hinter uns. Unsere relativ zurückhaltende Prognose geht davon aus, dass sich verbesserte Unternehmensgewinne nicht so bald einstellen werden, dies im Einklang mit unserer klar vorsichtigeren Haltung der

allgemeinen Konjunktorentwicklung gegenüber.

Im Verhältnis zur Gewinnsituation der Unternehmungen ist keine der Weltbörsen besonders günstig bewertet. Will man im Aktienmarkt investieren, dann hat man die Situation der einzelnen Firmen und Branchen genau im Auge zu behalten. Für den Gesamtaktienmarkt erwarten wir in den nächsten Monaten eher eine *Seitwärtsbewegung*.

An der Schweizer Börse favorisieren wir nach wie vor einige international tätige "Blue Chips", die von der verbesserten \$-SFr.-Relation profitieren können, und zinssensitive Werte, denen die generell rückläufige Zinssituation gelegentlich zugutekommen wird. Die Anlageliste umfasst SBG, Bankverein, Zürich Versicherungen, Sandoz, Ciba-Geigy, Nestlé, Surveillance.

Die deutsche Börse hatte im Vergleich zu den andern Weltbörsen bis zum letzten Monat noch am meisten *Aufholbedarf*. Die letzten paar Wochen sind recht positiv verlaufen. Im Vordergrund stehen für uns auch hier international basierte Grossfirmen sowie die am Wiederaufbau beteiligten Infrastrukturunternehmungen. Die Anlageliste umfasst Daimler, VW, Deutsche Bank, Siemens, RWE, VEBA, Hochtief, Mannesmann.

In den USA richten wir unser Augenmerk auf diejenigen Unternehmen, die von billigeren Auslandwährungen profitieren, sowie auf zyklische Titel im Investitionsgütersektor. Unsere Liste umfasst: General Electric, International Paper, Pfizer, Colgate, GTE, American Cyanamid.

8. Währungen: zum SFr. gibt es Alternativen!

Der Schweizerfranken hat in den letzten Wochen und Tagen eher schwach tendiert. Der Hauptgrund dafür dürfte wohl in den enttäuschenden Inflationszahlen und in der vergleichsweise tiefen Realverzinsung liegen. Inwieweit politische Faktoren (EG-Politik) mit im Spiele sind, ist schwer zu sagen und schon gar nicht zu messen.

Wir erachten das *Risiko der Euro-Währungen* Deutsche Mark, Französischer Franc, Gulden und ECU im Verhältnis zum Schweizerfranken als relativ *gering*. Die markant höheren Zinsen lassen auch bei allfälligen Abschlägen die Euro-Währungen als attraktiv erscheinen. Zudem ist mittelfristig natürlich auch in diesen Währungen mit Zinsrückgängen und mithin Kursgewinnen auf Anleihen zu rechnen.

In bezug auf den US-Dollar verhalten wir uns neutral. Wir glauben nicht an ein unbeschränktes Aufholpotential, erachten aber auch das Abschlagsrisiko angesichts der geostrategisch nach wie vor belasteten Lage als eher unbedeutend.

Gold ist für uns nach wie vor ein Medium zur Versicherung der Portefeuilles gegen inflationierende Notenbanken. Als Alternative empfehlen wir allenfalls auch den von *Gold* auf den Markt gebrachten *GOLD-GROI*, bei dem kein Verlustrisiko besteht und der eine Gewinnbeteiligung an einer allfälligen Goldhaussa bis zu 20 % zulässt.

9. Anlagepolitik von Wegelin & Co.

Nach Anlagekategorien					nach Währungen			
Aktien	Schweiz	10	- 15	%	SFr.	30	- 50	%
	Europa	10	- 15	%	Euro-Block	30	- 50	%
	USA, Japan	0	- 10	%	US-\$, Yen, £ 10	- 15	%	
Total Aktien		20	- 30	%				
Obligationen		40	- 60	%				
Edelmetalle und Goldminentitel			5	%				
Liquidität		20	- 30	%				

10. Geld- und Kapitalmarkt

Die untenstehenden Ausführungen dienen nur der Information; sie stellen keine Kaufs- oder Verkaufsempfehlungen dar.

SFr.-Obligationen

Inländische Schuldner

Val.Nr.				Kurs	Rendite
048.755	4 1/2 %	Regionalbanken S.56	1986-94	94.00 %	6.84 %
097.886	4 1/2 %	Atel	1988-96	90.50 %	6.62 %
101.204	2 7/8 %	Hürlimann Holding ex	1987-96	83.50 %	6.64 %
124.659	4 1/4 %	Winterthur Vers. ex	1990-98	87.50 %	6.50 %
016.440	4 1/4 %	Kt. Genf	1987-2002	83.50 %	6.42 %
090.404	4 3/4 %	SBG (nachrangig) ex	1991-2004	78.20 %	6.83 %

Ausländische Schuldner (verrechnungssteuerfrei)

760.146	6 1/2 %	Elect. Power (Gar.Japan)	1982-92	99.00 %	7.36 %
892.990	5 1/4 %	Pacific Gas & Electric	1985-95	93.00 %	7.17 %
537.563	6 %	Kaufhof Finance BV ex	1989-96	97.50 %	6.57 %
875.444	4 3/4 %	Dow Chemical	1987-99	85.50 %	7.25 %
669.367	7 3/8 %	Ontario Hydro	1991-2001	104.75 %	6.67 %
426.781	7 1/4 %	OEKB ex (Gar.Oesterr.)	1990-2002	104.50 %	6.66 %
880.342	6 %	Weltbank B	1985-2005	93.75 %	6.69 %

Obligationen auf fremde Währungen (quellensteuerfrei)

DM

535.059	5 %	Deutsche Finance ex	1987-93	94.55 %	8.97 %
291.574	9 %	B R D Serie 93	1990-95	101.50 %	8.54 %
638.732	6 1/4 %	Australien	1986-96	90.95 %	8.67 %
423.357	6 1/4 %	Oesterreich	1988-98	89.40 %	8.40 %
291.580	8 1/2 %	B R D	1991-2001	101.00 %	8.34 %

HfL.

537.495	6 1/4 %	Philips NV	1988-93	95.75 %	9.26 %
533.638	6 %	Niederlande	1988-95	91.45 %	8.73 %
535.331	9 %	Niederlande	1990-2000	102.14 %	8.64 %

ECU

597.626	9	%	Norwegen	1991-96	99.40 %	9.15 %
798.219	10 5/8	%	Neuseeland	1990-97	104.50 %	9.60 %
359.971	9 1/8	%	Grossbritannien	1991-2001	99.60 %	9.17 %

US\$

899.468	7 3/4	%	Toyota Motor	1991-94	100.00 %	7.75 %
872.205	8 1/4	%	Daimler	1991-96	100.00 %	8.25 %
896.402	3 1/2	%	Roche Holding ex	1991-2001	64.50 %	9.09 %

£

360.862	13 3/4	%	British Telecom	1990-93	104.50 %	10.63 %
554.049	11	%	Deutsche Bank Finance	1989-94	101.00 %	10.54 %

Mittelfristige Anlagen in SFr.

Terminhefte

(Anlagen mit fester Laufzeit, Aenderungen jederzeit vorbehalten)

3 - 5 Jahre 6 3/4 % 6 - 8 Jahre 6 1/2 %

Kassaobligationen

(auf Wunsch steht eine Liste der Konditionen verschiedener Banken zur Verfügung)

6 1/2 - 6 3/4 % je nach Institut und Laufzeit

Kurzfristige Anlagen

- Depozitenkonto 3 1/2 % für Wertschriftenverkehr
(Freigrenze für Barrückzüge Fr. 20'000.-- pro Monat)

- Festgeldsätze	3 Mt	6 Mt	12 Mt
SFr. Inland	7 1/2 %	7 1/2 %	7 3/8 %
SFr. Euro	7 3/4 %	7 5/8 %	7 1/2 %
DM	8 5/8 %	8 3/4 %	8 3/4 %
ECU	9 5/8 %	9 5/8 %	9 1/2 %
US\$	5 3/4 %	6 %	6 1/2 %

Diese Sätze sind unverbindlich, da sie täglich wechseln.

Alle Schweizerfranken-Anlagen im Inland unterliegen einer Verrechnungssteuer von 35 %, die auch von Ausländern im Rahmen der bestehenden Doppelbesteuerungsabkommen zurückgefordert werden kann.

Selbstverständlich kann dieses Bulletin nicht die persönliche Anlageberatung ersetzen. Für alle aktuellen Auskünfte und zur Besprechung Ihrer Anlageprobleme stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen