



Warum ich trotz allem recht zuversichtlich bin

Die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und der Brexit. Diese beiden demokratischen Entscheidungen haben das Jahr 2016 massgeblich geprägt. Warum ist beides so knapp ausgefallen? Deutet das auf eine grundsätzliche Spaltung unserer Gesellschaft hin? Oder ist es ein Zeichen einer lebendigen Demokratie? Mit diesem und anderen Fragen befasst sich nachfolgender Beitrag, der zu einem erstaunlich unspektakulären Ergebnis kommt.

VON MAGNUS PIROVINO, MANAGING DIRECTOR
OPIRO CONSULTING AG, TRIESEN

Haben Sie sich auch schon gefragt, warum in letzter Zeit wichtige Wahlen und Abstimmungsergebnisse oft sehr knapp ausfallen? Die Wahl von Donald Trump zum 45. US-Präsidenten lag ja bis zuletzt auf Messers Schneide.

Das erste Mal wurde mir dieses Phänomen bei den amerikanischen Präsidentschaftswahlen im Jahr 2000 so richtig bewusst. George W. Bush gewann mit einer hauchdünnen Mehrheit von lediglich 537 Stimmen im Bundesstaat Florida, und damit auch das Rennen ums Weisse Haus. Damals dachte ich schon: Das kann doch kein Zufall sein!

Seither kam es immer wieder zu solchen knappen Entscheidungen. Um nur zwei weitere Beispiele zu nennen: Im Februar 2014 wurde die Schweizer Volksinitiative «Gegen die Masseneinwanderung» mit einer äusserst knappen Mehrheit von 50.3 % angenommen. Und natürlich die Brexit-Entscheidung: Ebenfalls eine bis zum Schluss sehr enge Ausmarchung zwischen Befürwortern und Gegnern.

Ist das alles nur Zufall? Oder steckt da noch etwas anderes dahinter? Etwas, das wir vielleicht zwar irgendwie immer schon wussten, über dessen Konsequenzen wir aber uns aber bisher nicht im Klaren waren?

Wussten wir nicht schon seit vielen Jahren, dass die amerikanische Demokratie in einer Pattsituation zwischen dem Kongress und dem Präsidenten gefangen ist, einem «gridlock» – wie viele Amerikaner es nennen –, der vor allem innenpolitisch notwendige Entwicklungen und Prozesse blockiert? Zum Beispiel in der Gesundheitsreform, zum Beispiel in der Schuldenobergrenze, zum Beispiel in der fehlenden Infrastrukturerneuerung, im Umweltschutz und – last but not least –

auch in der Ungleichverteilung des Wohlstands? Wir hatten es alle gelesen oder gehört: In den letzten Jahren wurden viele Billigstlohn-Jobs geschaffen für die Unterschicht. Und auch die Oberschicht hat überproportional am Wachstum partizipiert. Wir hören nichts Neues, wenn wir erfahren, dass die Mittelschicht nichts davon hatte, dass ihre Jobs nach China, Mexiko und anderswo ausgelagert wurden. Und ja, stimmt eigentlich!, sagen wir, die Mittelschicht hat tatsächlich keine Lobby in Washington, ihre Interessen werden von keiner der beiden US-Parteien vertreten.

Dies wussten wir also. Aber haben wir uns schon Gedanken dazu gemacht, wie dieser amerikanische «gridlock» und die damit verbundenen Missstände wieder beseitigt werden könnten?

Hängt das knappe Wahlergebnis vielleicht damit zusammen? Damit, dass eindeutige und wiederholt berechenbare Wahlergebnisse bestehende Machtstrukturen – und die damit verbundenen Missstände – einfach nur zementieren würden? Dass es also offene Wahlergebnisse braucht, damit überhaupt eine Chance besteht, Fehlentwicklungen noch rechtzeitig korrigieren zu können?

Stellen Sie sich – im Gegensatz zu diesen knappen Resultaten – einmal den Extremfall vor. Stellen Sie sich vor, im Vorfeld von Wahlen hätten die Wahlprognosen immer recht. Das Resultat stünde also schon vor dem Wahltermin fest. Es wäre eindeutig, voraussehbar und damit natürlich immer berechenbar. Stellen Sie sich vor, unsere Demokratie würde durch eine solch berechenbare Wahlmaschine erzeugt. In dieser Überspitzung wird es Ihnen unmittelbar einleuchten: Wahlen abzuhalten wäre eigentlich sinnlos und Demokratie im Sinne einer ergebnisoffenen Volksbefragung überflüssig. Eine solche Demokratie wäre nicht lebendig. Sie wäre nicht in der Lage, auf sich langsam aufbauende Missstände einer grossen Bevölkerungsgruppe – wie zum

Beispiel des amerikanischen Mittelstands – adäquat zu reagieren. Sie wäre gefangen in eingefahrenen Machtstrukturen, die immer gleich funktionieren und immer gleiche Interessen vertreten. Sie würde aber gerade dadurch berechenbar bleiben.

Hängen knappe Wahl- und Abstimmungsergebnisse also mit einer Art Unberechenbarkeit zusammen? Mit Vitalität? Mit der Lebendigkeit der Demokratie?

Wenn ja, was zeichnet denn eine vitale, eine lebendige Demokratie aus? Mal ganz grundsätzlich gefragt: Wann ist etwas überhaupt vital und lebendig?

Die chilenischen Neurobiologen Humberto Maturana und Francisco Varela haben in den Siebzigerjahren eine erstaunliche Antwort auf diese Frage gefunden. Auf den einfachsten möglichen Nenner gebracht: Lebendig ist, was sich ständig neu erschafft! Und das macht Lebewesen zu (unberechenbaren) autonomen Systemen. Lebewesen, so Maturana und Varela, charakterisieren sich dadurch, dass sie sich – buchstäblich – andauernd selbst erzeugen und nannten diese Grundcharakteristik des Lebens Autoποίηση (altgriech: *autos* «selbst» und *poiein* «schaffen») ^[1]. Eine Körperzelle zum Beispiel muss sich ständig neu reproduzieren um zu überleben. Das Eigentümliche bei Lebewesen ist, dass das einzige Produkt ihrer Organisation sie selbst sind, das heisst, es gibt keine Trennung zwischen Erzeuger und Erzeugnis. Das Sein und Tun einer autopoietischen Einheit sind untrennbar. Diese Eigenschaft kennzeichnet Lebewesen als autonom und deshalb auch als unberechenbar. Auf die USA bezogen: Ihre Demokratie lebt dann, wenn sie sich neu erschafft – das ist ihre Demokratie. In den bis zuletzt offen bleibenden Wahlergebnissen wird klar: Eine Demokratie ist ein unberechenbares, autonomes und lebendiges System.

These 1: Die «Spaltung» innerhalb der westlichen Demokratien ist ein Zeichen ihrer Lebendigkeit und Erneuerungskraft.

In welchem Umfeld befinden wir uns?

Im Jahr 1992 proklamierte der US-amerikanische Politikwissenschaftler Francis Fukuyama das «Ende der Geschichte» ^[2]. Nach seiner Auffassung würden sich nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion die Prinzipien des Liberalismus in Form von Demokratie und Marktwirtschaft endgültig und überall durchsetzen. Es gäbe dann keine weltpolitischen Widersprüche mehr. Nun sind schon über zwei Jahrzehnte seit diesem vermeintlichen «Ende der Geschichte» vergangen und Fukuyamas Prophezeiung ist nicht eingetreten. Die Geschichte entwickelt sich weiter.

Die Zeit vor Fukuyamas «Ende der Geschichte» kann vielleicht als Zeitalter der «(neo-)liberalen Weltordnung» angesehen werden. Für die westliche Welt war die Freiheit das grösste Gut. Dieses Freiheitsstreben stiess auf eine höchst fragile und unsichere weltpolitische Lage. Der Atomkrieg war eine ständige reale Bedrohung. Mit dem Ende des Kalten Kriegs hat sich, und da gebe ich Fukuyama recht, eine völlig andere Sicherheitslage ergeben. Kurzfristig ist die Welt viel sicherer geworden. Atomwaffen wurden abgebaut, Abrüstungsverträge geschlossen. Die Freiheit, die liberalen Kräfte konnten sich weiter verbreiten. Dies hat aber neue Unsicherheit gebracht. Und diese Unsicherheit, hervorge-

rufen durch die globale Ausbreitung des Liberalismus, empfinden wir jetzt als Bedrohung. Durch die Globalisierung gibt es eine beschleunigte, ressourcen-intensive Industrialisierung in den aufstrebenden Märkten, wie in China, Indien und Südamerika. Globalisierung bringt zwar sichereren Wohlstandsgewinn insgesamt (das Wachstum ist sicherer als früher), aber die Verteilung dieses Wohlstandsgewinns wird immer ungleicher. Die Verteilung unter den Staaten wird ungleicher: Afrika und der Nahe Osten als klare Verlierer, die westlichen Staaten, Japan, China und Südostasien als Gewinner. Und auch die Verteilung unter den Bevölkerungsschichten wird immer ungleicher: Der Mittelstand erodiert zugunsten der unteren und oberen Einkommensgruppen. Das birgt grosses Konfliktpotenzial. Kommt hinzu, dass sich durch die intensive Ressourcennutzung das Weltklima verändert mit grossen Unwägbarkeiten auf die Weltökologie. Statt das «Ende der Geschichte» haben wir nach 1992 eine beschleunigte Liberalisierung mit neuen Unwägbarkeiten erlebt. Die damit verbundene erhöhte Unsicherheit wollen wir jetzt nicht mehr länger hinnehmen. In unserer Gesellschaft ist ein ganz klarer Trend, ich möchte sogar sagen ein Megatrend erkennbar, der in die andere Richtung weist. Wir wollen jetzt mehr Sicherheit und sind bereit Teile unserer (liberalen) Freiheit dafür aufzugeben.

Der österreichische Ökonom und Nobelpreisträger Friedrich August von Hayek hat schon 1944 in seinem Klassiker *Der Weg zur Knechtschaft* ^[3] beschrieben, was es bedeutet, gewissen Bevölkerungsgruppen eine höhere Sicherheit zuzugestehen: «Garantiert man jemand eine bestimmte Menge eines Kuchens von veränderlicher Grösse, so muss notwendig der Anteil, der für alle anderen übrigbleibt, verhältnismässig stärkeren Schwankungen unterworfen sein als die wechselnde Grösse des Kuchens.» Auf den Wohlstand bezogen heisst das: Mehr garantierte Sicherheit für die einen (Privilegierten) bedeutet höhere Unsicherheit für alle anderen (Nicht-Privilegierten). Und weiter führt Hayek aus: «Es unterliegt kaum einem Zweifel, dass es weitgehend auf das Streben nach Sicherheit [...] in den letzten Jahrzehnten zurückzuführen ist, dass Arbeitslosigkeit und damit Unsicherheit für grosse Teile der Bevölkerung stark zugenommen haben.» Hayek hatte bei seiner Zeitanalyse das England der Dreissiger- und Vierzigerjahre vor Augen. Was er damals als Resultat des Sicherheitsstrebens vorfand, sehen wir heute in abgewandelter Form wieder: «Die völlige Hoffnungslosigkeit der Lage derjenigen, die sich in einer erstarrten Gesellschaft ausserhalb der geschützten Erwerbszweige befinden, und die breite Kluft, die sie von den glücklichen Angehörigen der gegen Wettbewerb geschützten Berufe trennt...» ^[3] Die politischen Systeme unserer westlichen Gesellschaft drohen im Würgegriff des Polit-Establishments zu erstarren, das ihrerseits vom Lobbyismus verschiedener älterer, vom Umbruch bedrohter Industriezweige finanziert wird. Die Wahl von Trump, der Brexit, beides ist ein Aufbegehren gegen dieses Polit-Establishment. Gut, dass beide Abstimmungen nur knapp ausfielen. Denn das zeigt: das Etablierte und die tradierten Werte werden durchaus noch hochgehalten und gelten immer noch. Aber Demokratie muss unberechenbar bleiben, sonst führt sie zu mehr Sicherheit nur für einen Teil der Bevölkerung und zu mehr Unsicherheit für alle andern. In dieser Unberechenbarkeit ist eine Demokratie lebendig, weil sie sich dann ständig neu erschaffen kann. Die USA konnten sich innerhalb ihrer Verfassung nur erneuern, in dem sie Trump wählten. Europa – die EU als demokratische Einheit – hingegen ist erst am Entstehen. Europa ist also lebendig, indem seine Demokratie durch eine spontan entstehende Ordnung von unten aufgebaut wird:

im Bewältigen von verschiedenen Krisen, wie die Schuldenkrise, die Flüchtlingskrise, den Brexit, etc.

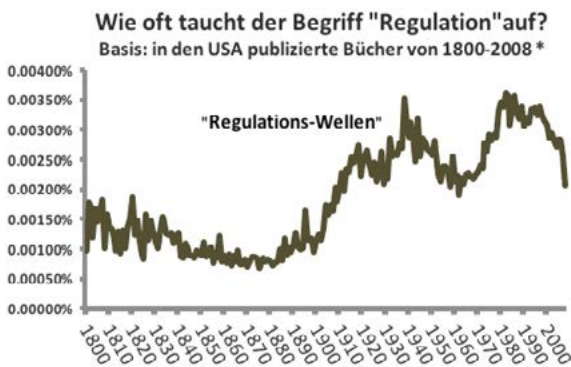
These 2: Die Demokratie in Amerika lebt, indem sie sich innerhalb ihrer Verfassung erneuert. Europas Demokratie lebt, indem sie von unten her entsteht.

Trend-Diagnose

Fukyamas «Ende der Geschichte» führte also in einen Liberalisierungstrend, der neue Unsicherheiten geschaffen hat. Diese Unsicherheit wollen wir nicht mehr länger hinnehmen. Das Streben nach mehr Sicherheit führt aber (nach Hayek) wieder zu Unsicherheit anderswo. Um diese auszugleichen, müssen lebendige Demokratien sich erneuern. In diesem Umfeld bewegen wir uns. Vier grosse Trends lassen sich in diesem Umfeld herauslesen:

Erstens: Der Liberalisierungstrend dreht. Sicherheit wird den Menschen immer wichtiger und Freiheit unwichtiger. Das heisst nicht, dass Freihandel und liberale Werte ausgedient haben. Aber sie werden jetzt kritisch hinterfragt. Wie auch die Globalisierung.

Als Gegenbewegung sind wir, zweitens, bereits auf dem Pfad eines noch lange anhaltenden Regulierungstrends. Wie die folgende Grafik zeigt, bauen sich solche Regulations-Wellen nur sehr langsam auf und wieder ab.



*Quelle: Google Books Ngram Viewer [4]

Für die Statistik in dieser Grafik sind nach 2008 noch keine Daten erhältlich, aber glauben Sie mir, die Regulierung hat seit damals, seit dem Tiefpunkt in der Finanzkrise, wieder merklich zugenommen. Der Deregulierungstrend hat wieder gedreht und wir sind wieder auf einem lang anhaltenden Pfad der Re-Regulierung.

Der dritte grosse Trend, in dem wir uns befinden, ist der demografische Wandel. Wir leben immer länger und sorgen immer mehr vor. Diese Sparwut hat einerseits die Zinsen sehr tief hinunter gedrückt. Andererseits fehlt es an attraktiven langfristigen Investitionsprojekten, denen wir zutrauen, eine für das eingegangene Risiko angemessene hohe Realrendite zu erwirtschaften. Dieses Ungleichgewicht wird vom US-amerikanischen Wirtschaftsprofessor Lawrence Summers als «Säkulare Stagnation» bezeichnet [5]. Um dieses Ungleichgewicht abzubauen, schlägt Summers eine fiskalische Expansion vor.

Und damit sind wir beim Beginn des vierten grossen Trends, der sich in den nächsten Jahren aufbauen wird: des Trends in Richtung Gleichverteilung und fiskalischer Expansion. Wohl nur durch ein starkes und langfristig ausgelegtes staatliches Engagement und Investitionen in nachhaltige Zukunftsprojekte wird die Wirtschaft ihren weg aus dieser «Säkularer Stagnation» wieder herausfinden und die ungleiche Verteilung des Wohlstands mildern können.

These 3: Der grosse Liberalisierungstrend wird von einem Regulierungstrend abgelöst, der das Unbehagen mit der ungleichen Verteilung und der Nicht-Nachhaltigkeit des Wohlstands adressiert.

Zwei Szenarien

Dass es zu einer fiskalischen Expansion in den westlichen Demokratien kommt, ist mittlerweile unter führenden Ökonomen und sogar Politikern unbestritten. Donald Trump will die Infrastruktur erneuern und die Steuern senken. Das geht nur durch eine Erhöhung des Staatsdefizits und der öffentlichen Schulden. Dies bietet zugleich Chancen als auch Risiken.

Die Chancen: Die staatliche Finanzierung dieser langfristigen Infrastruktur- und hoffentlich auch Umweltschutzprojekte verdrängen nicht private Investitionen in diesem Bereich, sondern ganz im Gegenteil, sie ziehen diese zusätzlich noch an. (Summers nennt diesen Effekt «crowding-in» von privaten Investitionen aufgrund der erhöhten Staatsschulden [5].) Da Infrastrukturprojekte lokal wirken, schaffen sie auch neue Arbeitsplätze für den Mittelstand. Durch diese Arbeitsplätze kann der Mittelstand wieder besser am Wohlstandswachstum partizipieren. Die Ungleichheit nimmt ab. Mit diesen Chancen verbindet sich ein erstes Szenario, das Hauptszenario:

Szenario 1: Die fiskalische Ausweitung kommt und funktioniert.

Es gibt aber auch Risiken: Die fiskalische Ausweitung schafft neue Stellen im Inland, die der Staat durch protektionistische Massnahmen eventuell zu stark zu schützen versucht. Wenn Donald Trump, Theresa May und andere Staatsführer zu einschränkend auf den Freihandel eingreifen, kann die grosse Globalisierungs-Dividende, die das Wohlstandswachstum der letzten Jahrzehnte getrieben hat, plötzlich wegfallen. Das Wachstum wird noch tiefer gedrückt. Aber die Inflation keimt wieder auf. Statt einer besseren Verteilung des dann noch vorhandenen Wohlstands sorgt die Inflation für eine Akzentuierung der sozialen Ungleichheit, die sich in Krieg entladen kann. Auch Klimakatastrophen würden in einem solchen Szenario des Protektionismus weiter zunehmen:

Szenario 2: Die fiskalische Ausweitung kommt und funktioniert nicht.

Vielleicht bin ich ein hoffnungsloser Optimist, aber diese knappen demokratischen Entscheide machen mich zuversichtlich, dass es eben nicht soweit kommt. Die Gesellschaften scheinen nur gespalten, tatsächlich sind sie es nicht. Es sind überwiegend die einzelnen Menschen selbst, die als Individuen hin- und hergerissen sind zwischen den bereits etablierten Werten unserer freien Welt und den Problemen einer

ungleichen und nicht-nachhaltigen Wohlstandssicherung. Es ist die gleiche Wählerin, der gleiche Wähler, der das eine Mal gegen eine zu offene Willkommenskultur für Flüchtlinge plädiert, das andere Mal aber auch nein sagen kann, wenn die Werte einer offenen Gesellschaft mit Füssen getreten werden. Dieses Hin- und Hergerissensein der einzelnen Bürger sorgt dafür, dass Wahlergebnisse offen bleiben, Demokratien lebendig sind und sich erneuern können. Mit dem Ziel, die Probleme der Zeit noch rechtzeitig lösen zu können.

Anlagekonklusion

Viele Anleger sind noch gebrannte Kinder aus der Zeit der letzten grossen Finanzkrise. Ich kenne nicht wenige von ihnen, die ihre Risikoaversion seither stark erhöht haben. Sie warten auf die nächste grosse Finanzkrise, damit sie ihr «cash», ihre sicheren liquiden Anlagen dann sehr billig wieder in Aktien und andere risikobehaftete Anlagen investieren können. Diese Angst vor der ganz grossen Krise verfolgt uns nun schon seit mehreren Jahren. Ja, zu gewissen Zeiten hat die Volatilität tatsächlich stark zugenommen. Während der europäischen Schuldenkrise 2011–2013 zum Beispiel. Die Rückschläge waren zwar markant, der Markt hat sich aber stets wieder rasch erholt. Ich glaube: Ja, es wird wieder Krisen geben, aber wohl kaum gerade eine solche, wie wir sie 2008-2009 erlebt haben. Künftige Krisen werden anders verlaufen. Was allerdings nach einem bekannten Muster ablaufen könnte, ist, dass die nächste grössere Rezession in den USA durch eine flache bis inverse Zinskurve ausgelöst wird. Die Zinskurve ist allerdings nach der Trump-Wahl wieder sehr steil geworden (was US-Staatsanleihen mit langer Laufzeit jetzt günstig macht). Es kann also noch sehr lange dauern, bis die Zinskurve flach wird, damit eine grössere Rezession ausgelöst wird, die am Finanzmarkt dann einen grösseren Bärmarkt nach sich zieht.

Eine positive Grundeinstellung ist also angebracht. Ich rate Anlegern, ihr Vermögen analog der beiden Szenarien in zwei Portfolios aufzuteilen. Das Hauptportfolio wird investiert gemäss Szenario 1: *Die fiskalische Ausweitung kommt und funktioniert*. Es setzt auf globale Diversifikation und auf einen gesunden Mix zwischen Aktien (als Ertragslieferant) und Bonds (zur Risikominderung). Inflation steigt in diesem Umfeld nur langsam an, die Realrenditen aber schneller (was schlecht für Gold und Goldminenaktien ist). Es kommt immer wieder zu starken Rückschlägen, die gleichzeitig Kaufgelegenheiten bedeuten. In diesem Umfeld werden wir aber nicht nur Rückschläge sehen, sondern auch starke Preisausschläge nach oben, sogenannte Trendakzelerationen. In gewissen Sektoren wird immer mal Euphorie ausbrechen, sei es bei gewissen Infrastrukturprojekten, sei es zum Beispiel auch bei Tech-Aktien. Diese Akzelerationen sollten dazu genutzt werden, um Gewinne mitzunehmen und kurzfristig Kasse zu machen.

Neben diesem Hauptportfolio empfehle ich Anlegern ein zweites Portfolio, ein Risikoportfolio zu halten. Es orientiert sich an Szenario 2: *Die fiskalische Ausweitung kommt, funktioniert aber nicht*. Unfälle in der demokratischen (oder eben auch un-demokratischen) Ausmarchung zwischen verschiedenen Gruppierungen innerhalb der verschiedenen Nationen und untereinander sind nicht ausgeschlossen. Starker Protektionismus ist wachstumsschädlich und inflationstreibend. Kommt hinzu, dass Protektionisten, wenn überhaupt, nur das Privatvermögen der Inländer schützen. In diesem Szenario sollte man seine Habe im

Inland investiert haben und sein Vermögen vor allem auf Sachwerte, Immobilien etc. konzentrieren.

These 4: Setze auf globale Diversifikation, aber finde die richtige Dosis «Home Bias».

Es bringt nichts, zu fest auf das eine oder andere Szenario zu setzen. Die Unsicherheit, auf welchen der beiden Wege wir uns begeben, muss bleiben. Eine funktionierende Demokratie lebt von dieser Unsicherheit. Wahlen müssen offen bleiben, das macht Demokratie lebendig, aber eben auch unberechenbar.

Und das ist auch der Grund, warum ich trotz allem recht zuversichtlich bin.

-
- ^[1] H. R. Maturana und F. J. Varela, 2009: Der Baum der Erkenntnis. Die biologischen Wurzeln menschlichen Erkennens. Fischer Taschenbuch Verlag, Frankfurt am Main.
- ^[2] F. Fukuyama, 1992: The End of History and the Last Man. Penguin Books, London.
- ^[3] F.A. von Hayek, 2003: Der Weg zur Knechtschaft. OLZOG, München.
- ^[4] Google Books Ngram Viewer: books.google.com/ngrams/graph?content=regulation&year_start=1800&year_end=2008&corpus=17&smoothing=0&share=&direct_url=t1%3B%2Cregulation%3B%2CC0
- ^[5] larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/

WICHTIGER HINWEIS

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offert-Stellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schliessen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbietet oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

IMPRESSUM

AUSGABE: Dezember 2016
HERAUSGEBER: OPIRO Consulting AG, Landstrasse 40, FL-9495 Triesen
REDAKTION: Magnus und Lea Pirovino
GESTALTUNG: agentur mehrwert, Zelgweg 34, CH-5405 Baden
FOTO: Magnus Pirovino, Tödigruppe (Graubünden)
© 2016 OPIRO Consulting AG, Triesen (FL), www.opiro.li