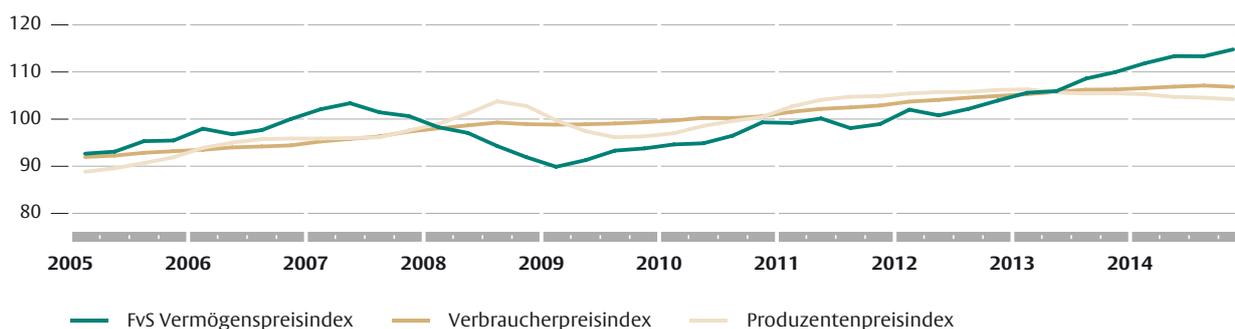




Der FvS Vermögenspreisindex

Philipp Immenkötter und Christopher Thiem

Vermögenspreise, Verbraucherpreise und Produzentenpreise (Durchschnitt 2005 – 2014 = 100)



Quelle: destatis, eigene Berechnungen, Datenquellen siehe Anhang.

Vermögenspreisinflation deutlich stärker als Verbraucherpreisinflation

- Im vergangenen Jahr stiegen die mit dem FvS Vermögenspreisindex berechneten Preise für das Vermögen deutscher Haushalte um 4,4% (viertes Quartal über Vorjahresquartal). Im gleichen Zeitraum stiegen die Konsumentenpreise um nur 0,5% und die Produzentenpreise fielen um 1,2%.⁽¹⁾
- Treibende Kraft für den Anstieg der Vermögenspreise war ein Zuwachs der Immobilienpreise um 5,5%. Die Preise für die ebenfalls wichtigen Anleihen- und Betriebsvermögen stiegen um 6,0% bzw. 3,8%. Unter den Vermögensklassen erreichte das weniger ins Gewicht fallende sonstige Finanzvermögen mit 9,2% den höchsten Zuwachs.

- Mit 4,4% stiegen die Vermögenspreise für die reichsten Haushalte (im obersten Zehntel der Vermögensverteilung) leicht überdurchschnittlich an. Dagegen legten die Vermögenspreise für die Gruppe im vorletzten Fünftel mit 2,25% vergleichsweise wenig zu.

⁽¹⁾ Der Flossbach von Storch (FvS) Vermögenspreisindex erfasst die Preisentwicklung des Vermögens eines durchschnittlichen deutschen Haushalts. 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%).

Entwicklung der Vermögenspreise seit 2005

Trotz des Einbruchs während der Finanzkrise sind die Vermögenspreise im Zeitraum 2005 bis 2014 mit 2,2% p.a. deutlich stärker gestiegen als die Verbraucherpreise (0,7% p.a.) oder die Produzentenpreise (0,6% p.a.). Der stärkere Anstieg war allerdings mit größeren Schwankungen verbunden.

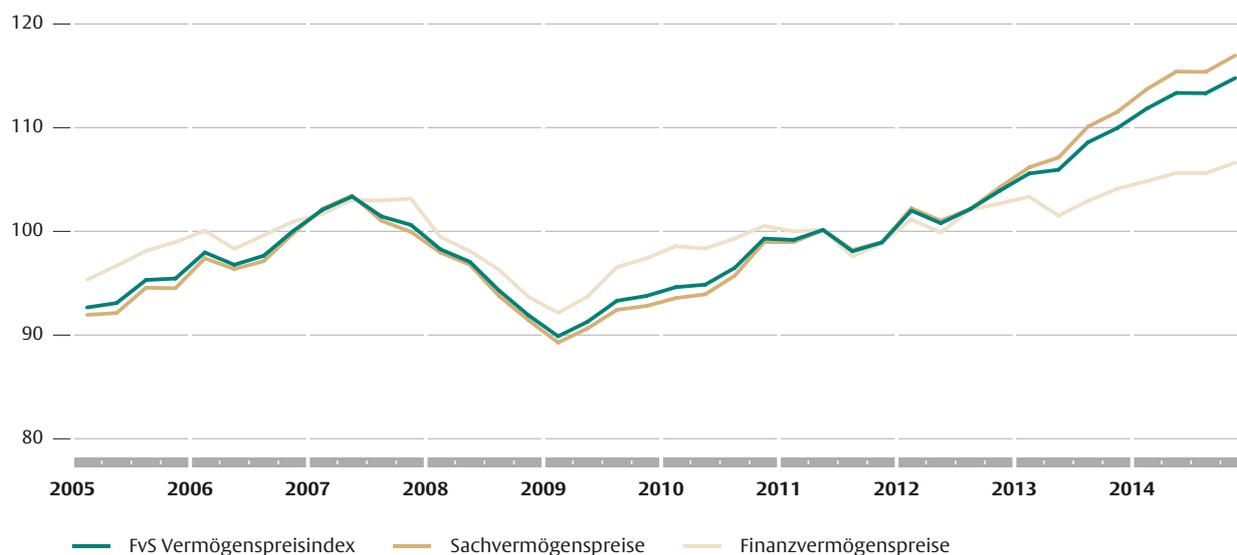
Getragen wurde der Anstieg der Vermögenspreise insgesamt von einem 2,4% p.a. Anstieg der Preise für Sachvermögen, das einen Anteil von 78,9% am gesamten Vermögen aller Haushalte hat. Innerhalb des Sachvermögens stiegen die Immobilienpreise, die mit 62,1% in den Gesamtindex eingehen, um 2,1% p.a., die Preise für Betriebsvermögen (Anteil 12,6%) um 4,9% p.a. Am stärksten stiegen mit 6,4% p.a. die Preise für Sammel- und Spekulationsgüter; allerdings liegt ihr Anteil am Gesamtindex bei nur 0,7%. Langfristige Verbrauchsgüter erlebten mit -0,5% p.a. dagegen einen Preisverfall.

Innerhalb des Finanzvermögens schlugen im Beobachtungszeitraum die Aktienpreise mit 4,3% p.a. die Anleihepreise mit 0,7% p.a. Allerdings ist der Anteil dieser Vermögensgruppen am gesamten Vermögen der Haushalte mit 3,8% für Aktien und 5,2% für Anleihen relativ gering. Noch geringer – 0,7% – ist der Anteil des sonstigen Finanzvermögens. Preise für diese Gruppe (repräsentiert durch Gold und Rohstoffe) legten seit 2005 besonders stark zu und erreichten Anfang 2013 einen Höhepunkt. Seitdem ist zwar ein deutlicher Preisverfall zu verzeichnen, doch schnitt diese Gruppe mit +6,5% p.a. innerhalb des Finanzvermögens am besten ab. Da Spar- und Sichteinlagen nicht gehandelt werden, unterliegen sie keinen Preisveränderungen.

Die Vermögenspreisinflation eines Haushalts ist stark durch die Zusammensetzung seines Vermögens geprägt, welches wiederum von dem absoluten Vermögen abhängt. Die Vermögenspreise der wohlhabendsten Haushalte (gemessen an ihrem Nettovermögen) unterlagen aufgrund ihres hohen Betriebsvermögens zwar mit Abstand den stärksten Schwankungen, verzeichneten aber auch mit +2,6% p.a. den höchsten Preisanstieg. Die Vermögenspreise der Haushalte der unteren Mittelschicht (Nettovermögensquantil 20 – 40%) unterlagen den schwächsten Schwankungen und stiegen im Schnitt jährlich nur um +0,8%. Aufgrund der vergleichbaren Vermögensportfoliostruktur der restlichen Haushalte bewegten sich die Vermögenspreise dieser Haushalte relativ ähnlich zu einander.

Vermögenspreise legen in Q4-2014 weiterhin zu.

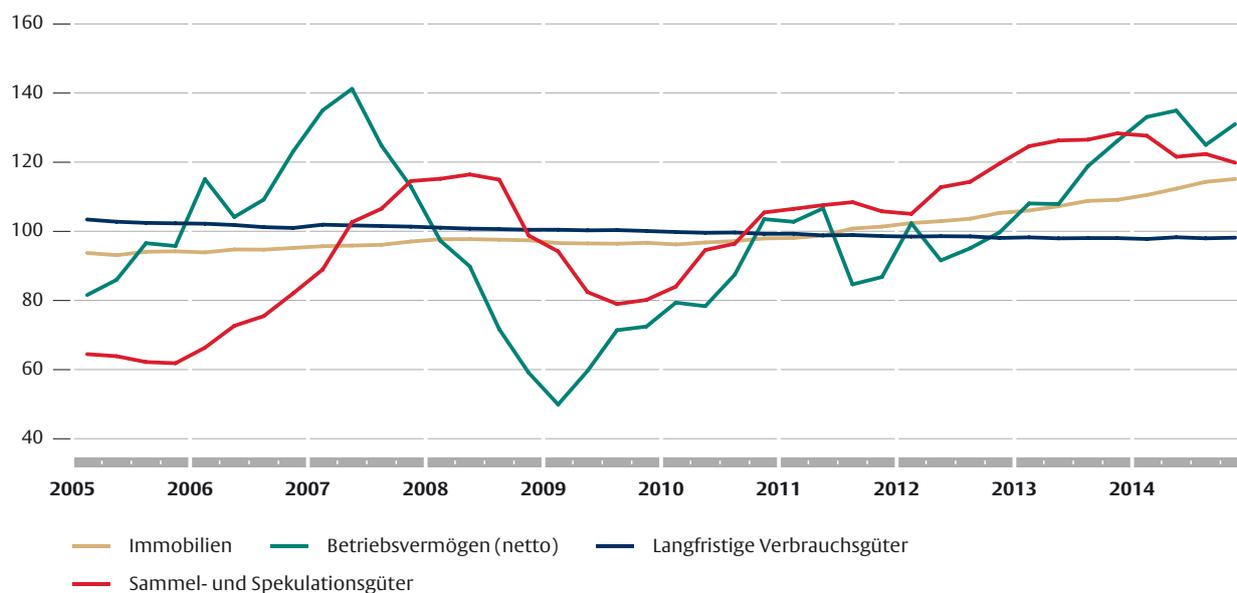
FvS Vermögenspreisindex für alle deutschen Haushalte (Durchschnitt 2005 – 2014 = 100)



	FvS Vermögenspreisindex		Sachvermögenspreise		Finanzvermögenspreise	
	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal
2012Q1	102,0	+2,9%	102,2	+3,3%	101,2	+1,2%
2012Q2	100,8	+0,7%	101,0	+0,9%	99,9	-0,3%
2012Q3	102,1	+4,2%	102,2	+4,0%	102,1	+4,6%
2012Q4	103,9	+5,0%	104,2	+5,3%	102,7	+3,9%
2013Q1	105,6	+3,5%	106,2	+3,9%	103,3	+2,2%
2013Q2	105,9	+5,1%	107,1	+6,0%	101,5	+1,6%
2013Q3	108,6	+6,3%	110,1	+7,8%	102,9	+0,8%
2013Q4	110,0	+5,8%	111,5	+7,0%	104,1	+1,4%
2014Q1	111,8	+5,9%	113,7	+7,1%	104,8	+1,4%
2014Q2	113,4	+7,0%	115,4	+7,7%	105,6	+4,0%
2014Q3	113,3	+4,4%	115,4	+4,8%	105,6	+2,6%
2014Q4	114,8	+4,4%	117,0	+4,9%	106,6	+2,4%
Zuwachs p.a. 2005 – 2014	-	+2,2%	-	+2,4%	-	+1,1%
Anteil am Gesamtindex	100%	-	78,9%	-	21,1%	-

Preise für Immobilien und Betriebsvermögen weiterhin im Aufwärtstrend.

Preisentwicklung des Sachvermögens im Detail (Durchschnitt 2005 – 2014 = 100)

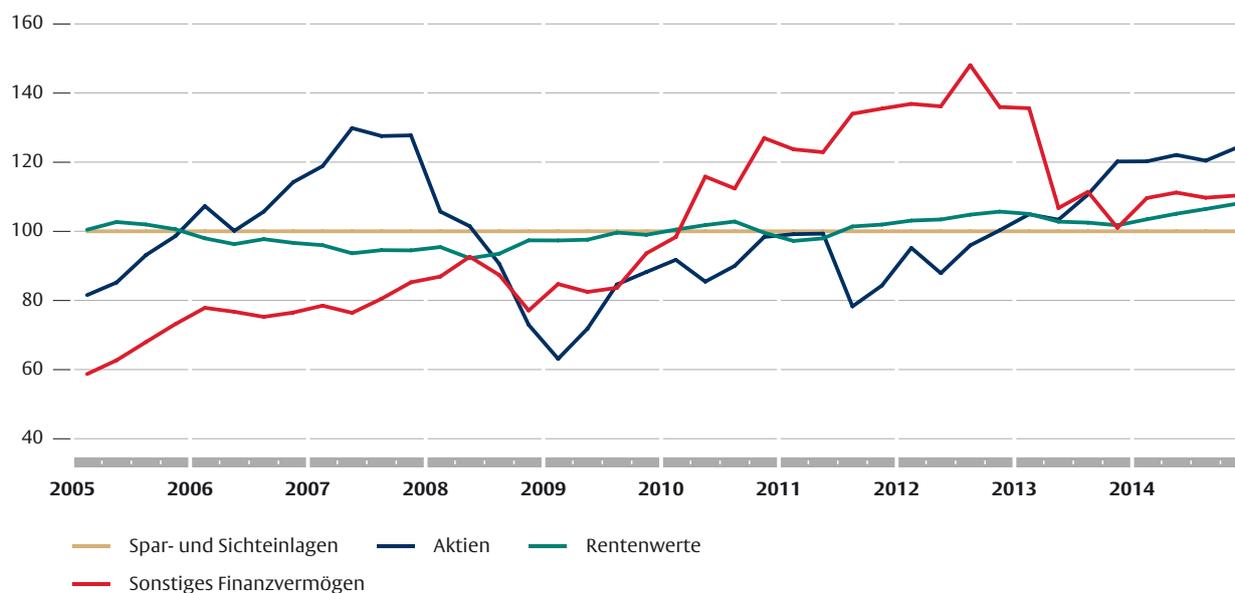


Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal

	Immobilien	Betriebsvermögen (netto)	Langfristige Verbrauchsgüter	Sammel- und Spekulationsgüter
2012Q1	4,4%	-0,4%	-0,8%	-1,4%
2012Q2	4,2%	-14,1%	-0,2%	4,8%
2012Q3	2,8%	12,3%	-0,4%	5,4%
2012Q4	3,9%	14,9%	-0,6%	13,1%
2013Q1	3,5%	5,6%	-0,2%	18,7%
2013Q2	4,2%	17,8%	-0,6%	12,0%
2013Q3	5,0%	25,0%	-0,5%	10,7%
2013Q4	3,6%	26,5%	0,0%	7,3%
2014Q1	4,2%	23,2%	-0,5%	2,4%
2014Q2	4,7%	25,1%	0,3%	-3,7%
2014Q3	5,1%	5,2%	-0,1%	-3,3%
2014Q4	5,5%	3,8%	0,1%	-6,6%
Zuwachs p.a. 2005 – 2014	2,1%	4,9%	-0,5%	6,4%
Anteil am Gesamtindex	62,1%	12,6%	3,5%	0,7%

Stärkerer Preisanstieg bei Rentenwerten als bei Aktien in Q4-2014.

Preisentwicklung des Finanzvermögens im Detail (Durchschnitt 2005 – 2014 = 100)

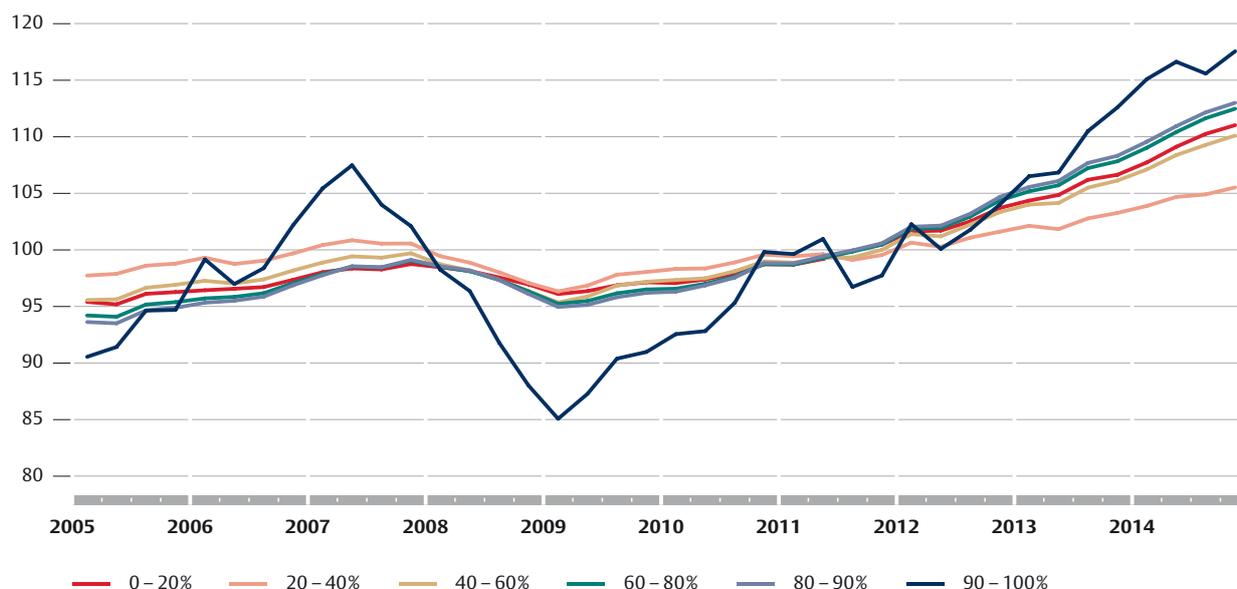


Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal

	Spar- und Sichteinlagen	Aktien	Rentenwerte	Sonstiges Finanzvermögen
2012Q1	-	-4,0%	6,1%	10,6%
2012Q2	-	-11,5%	5,6%	10,8%
2012Q3	-	22,6%	3,4%	10,5%
2012Q4	-	19,0%	3,7%	0,3%
2013Q1	-	10,2%	1,9%	-0,9%
2013Q2	-	17,6%	-0,6%	-21,6%
2013Q3	-	15,3%	-2,2%	-24,7%
2013Q4	-	19,9%	-3,7%	-25,7%
2014Q1	-	14,6%	-1,5%	-19,2%
2014Q2	-	18,1%	2,2%	4,2%
2014Q3	-	8,8%	3,8%	-1,5%
2014Q4	-	3,2%	6,0%	9,2%
Zuwachs p.a.				
2005 – 2014	-	4,3%	0,7%	6,5%
Anteil am Gesamtindex	11,4%	3,8%	5,2%	0,7%

Divergenz der Preisentwicklung verschiedener deutscher Haushalte nimmt in Q4-2014 nur noch leicht zu.

Vermögenspreisentwicklung der Haushalte nach Nettovermögensquantilen (Durchschnitt 2005 – 2014 = 100)



Indexstände und Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal

	ärmste Haushalte		Nettovermögensquantile				wohlhabendste Haushalte	
	0 – 20%	20 – 40%	40 – 60%	60 – 80%	80 – 90%	90 – 100%		
2012Q1	101,6 +3,0%	100,6 +1,2%	101,4 +2,5%	101,9 +3,2%	102,0 +3,3%	102,3 +2,6%		
2012Q2	101,7 +2,5%	100,3 +0,7%	101,2 +1,9%	101,9 +2,7%	102,1 +2,7%	100,1 -0,9%		
2012Q3	102,5 +2,6%	101,1 +2,0%	102,2 +2,9%	102,9 +3,1%	103,2 +3,2%	101,8 +5,2%		
2012Q4	103,7 +3,2%	101,6 +2,1%	103,3 +3,3%	104,4 +3,9%	104,7 +4,1%	104,0 +6,4%		
2013Q1	104,4 +2,7%	102,1 +1,5%	104,0 +2,6%	105,2 +3,2%	105,6 +3,4%	106,5 +4,1%		
2013Q2	104,8 +3,1%	101,8 +1,6%	104,1 +2,9%	105,7 +3,7%	106,1 +3,9%	106,8 +6,7%		
2013Q3	106,2 +3,6%	102,8 +1,7%	105,5 +3,2%	107,2 +4,2%	107,7 +4,4%	110,5 +8,6%		
2013Q4	106,6 +2,8%	103,3 +1,6%	106,1 +2,7%	107,8 +3,3%	108,3 +3,5%	112,6 +8,3%		
2014Q1	107,7 +3,2%	103,9 +1,7%	107,1 +3,0%	109,0 +3,7%	109,6 +3,8%	115,1 +8,1%		
2014Q2	109,1 +4,1%	104,7 +2,8%	108,4 +4,1%	110,4 +4,5%	110,9 +4,6%	116,6 +9,2%		
2014Q3	110,3 +3,8%	104,9 +2,1%	109,3 +3,6%	111,6 +4,1%	112,2 +4,2%	115,6 +4,6%		
2014Q4	111,0 +4,1%	105,5 +2,2%	110,1 +3,7%	112,5 +4,3%	113,0 +4,3%	117,6 +4,4%		
Zuwachs p.a.								
2005 – 2014	- +1,5%	- +0,8%	- +1,4%	- +1,8%	- +1,9%	- +2,6%		

Immobilien, Betriebsvermögen sowie Spar- und Sichteinlagen sind die größten Vermögenspositionen deutscher Haushalte

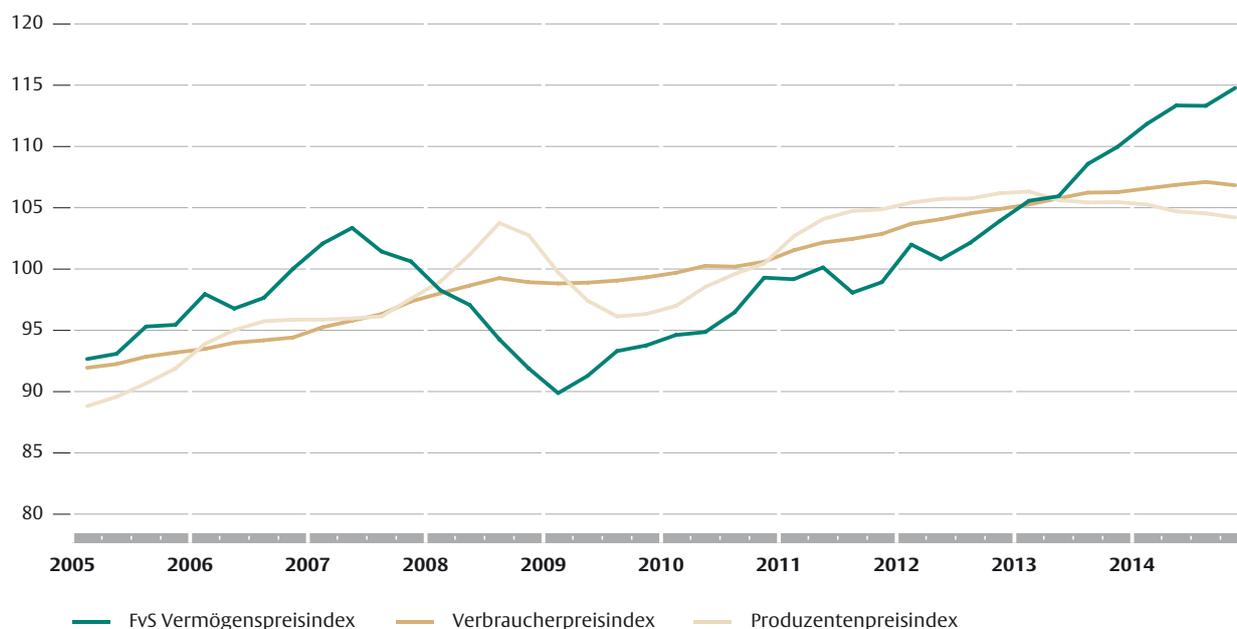
Vermögenszusammensetzung nach Nettovermögensquantilen (2010)

Vermögensgüter	Alle Haushalte	Nettovermögensquantile					
		ärmste Haushalte					wohlhabendste Haushalte
		0 – 20%	20 – 40%	40 – 60%	60 – 80%	80 – 90%	90 – 100%
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: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen, Stand 2010

Vermögenspreisinflation weiterhin deutlich stärker als Verbraucherpreisinflation

Vermögenspreise, Verbraucherpreise und Produzentenpreise (Durchschnitt 2005 – 2014 = 100)



	FvS Vermögenspreisindex		Verbraucherpreisindex		Produzentenpreisindex	
	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal	Index	Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal
2012Q1	102,0	+2,9%	103,7	+2,1%	105,4	+2,7%
2012Q2	100,8	+0,7%	104,1	+1,9%	105,7	+1,6%
2012Q3	102,1	+4,2%	104,5	+2,0%	105,8	+1,0%
2012Q4	103,9	+5,0%	104,9	+2,0%	106,2	+1,3%
2013Q1	105,6	+3,5%	105,3	+1,5%	106,3	+0,8%
2013Q2	105,9	+5,1%	105,8	+1,6%	105,6	-0,1%
2013Q3	108,6	+6,3%	106,2	+1,6%	105,4	-0,3%
2013Q4	110,0	+5,8%	106,3	+1,3%	105,5	-0,7%
2014Q1	111,8	+5,9%	106,6	+1,2%	105,3	-1,0%
2014Q2	113,4	+7,0%	106,9	+1,0%	104,7	-0,9%
2014Q3	113,3	+4,4%	107,1	+0,8%	104,5	-0,8%
2014Q4	114,8	+4,4%	106,8	+0,5%	104,2	-1,2%
Zuwachs p.a. 2005 – 2014	–	+2,2%	–	+0,7%	–	+0,6%

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 bestimmter Vermögensgüter wiedergeben. Der Index ist auf dem Durchschnittswert für die gesamte Zeitreihe, also auf 2005Q1 – 2014Q4, basiert. Wenn notwendig, wurden qualitätsbereinigte Zeitreihen herangezogen und Erträge, wie bspw. Zinszahlungen, nicht berücksichtigt. Da es sich um einen Preisindex handelt, wurden die Preise auch nicht bewertet: Für die Vermögensklasse Aktien gehen die Aktienpreise und nicht etwa das Preis-Gewinn Verhältnis ein. Dies entspricht dem Vorgehen bei Güterpreisindices, in die nur die 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 Bruttovermögen eines durchschnittlichen Haushalts. Da die Zusammensetzung des Haushaltsvermögens im Bevölkerungsquerschnitt sehr heterogen ist, wird die PHF-Studie außerdem herangezogen, um die Haushaltsbilanzen für verschiedene Quantile der Verteilung des Nettovermögens (Bruttovermögen minus Verbindlichkeiten) aufzuschlüsseln.

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 vpdResearch GmbH erfasst. Der Index „Wohnen“ gibt hierbei die Veränderung

der Preise für selbstgenutztes Wohneigentum wieder, während die Preisveränderung sonstiger Immobilien durch den Index „Gesamt“ erfasst werden. 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 zwei repräsentativen Güterklassen historische Automobile 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). Die Werte zu Beginn des Beobachtungszeitraums basieren dabei auf einer jährlichen Rückrechnung des gleichgewichteten Index, wobei die Quartalsdaten anschließend interpoliert wurden. Ab Ende 2008 stehen die Indexdaten monatlich und gewichtet nach Marktkapitalisierung der einzelnen Fahrzeuge zur Verfügung.

Die Preisentwicklung von kostbaren Weinen wird mittels des 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 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 Kursindizes erfasst. Mittels der Daten der Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) des Internationalen Währungsfonds (IWF) wird die geographische Gewichtung deutscher Aktieninvestments bestimmt und, basierend darauf, MSCI-Kursindizes entsprechend zueinander gewichtet.

Analog zum Vorgehen bei den Aktieninvestments wird die geographische Verteilung von Renteninvestments mittels Daten des IWF und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bestimmt, und die Preisentwicklung anhand der entsprechenden Bondpreisindices 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.

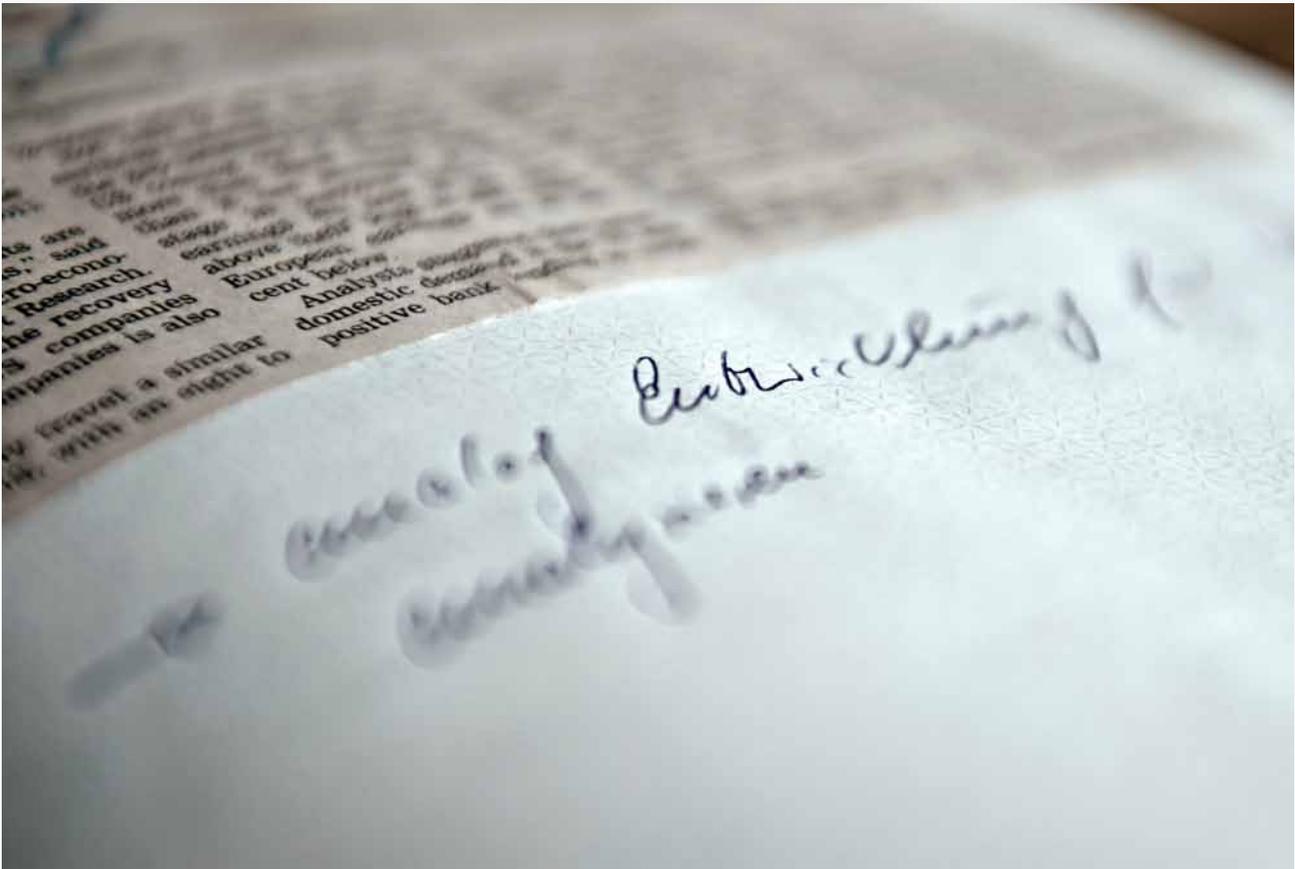
Zur Aufteilung des Kapitals, welches in Versicherungsverträgen und Fonds gebündelt ist, werden Angaben des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) und des Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) genutzt.

Veröffentlichung

Der FvS Vermögenspreisindex wird quartalsmäßig publiziert, und zwar jeweils zur Mitte des Quartals für das Vorquartal.

Datenquellen

- 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. 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;
Autor Dr. Philipp Immenkötter und Christopher Thiem; Redaktionsschluss 23. März 2015; Design Heller & C GmbH

www.fvs-ri.com



for independent thinking