



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

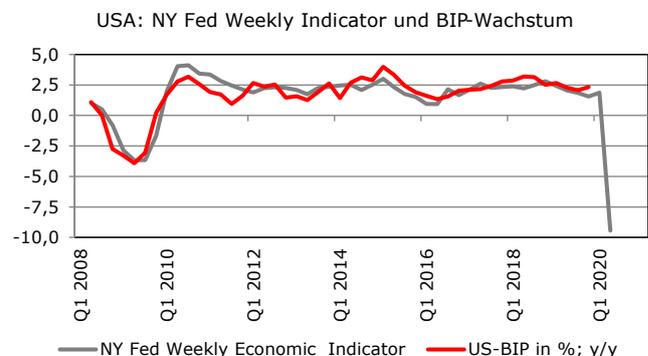
16. April 2020

Abwarten und Tee trinken

Das Coronavirus hat an den Aktienmärkten tiefe Spuren hinterlassen. Am 19. Februar erreichte der DAX mit einem Schlusskurs von 13.789 Punkten einen historischen Rekordwert, ebenso wie der Stoxx 50, der S&P 500 und die US-Technologiebörse Nasdaq. Am folgenden Wochenende breitete sich die Lungenkrankheit Covid-19 dann über China hinaus zunehmend in anderen Ländern aus, und die Börsen schalteten in den Korrekturmodus. Vier Wochen später stand der DAX bei 8.442 Punkten und hatte somit fast 40 Prozent verloren – und mit ihm auch die meisten anderen Börsenplätze. Nie zuvor dagewesene geld- und fiskalpolitische Maßnahmen sowie die Hoffnung auf eine baldige Eindämmung der Pandemie haben in den vergangenen vier Wochen die Kurse wieder ansteigen lassen. Der DAX notiert über der Marke von 10.000 Punkten und hat seit dem Tief wieder mehr als 20 Prozent hinzugewonnen. Anleger, die in den vergangenen Wochen nichts getan haben, befürchten, die Trendwende zu verpassen und fragen sich, ob nun der richtige Zeitpunkt gekommen ist, die Aktienquote zu erhöhen.

Leider kann niemand mit Gewissheit vorhersagen, ob die Kurse in der nächsten Zeit weiter steigen oder erneut fallen werden. Dazu sind die wirtschaftlichen Unsicherheiten viel zu groß. Häufig orientieren sich Aktienmärkte in solchen Phasen deswegen eher an markttechnischen Gegebenheiten. Denn die Fundamentaldaten müssen in einer Zeit, in der die Ökonomen ihre Prognosen im Wochenrhythmus anpassen und Unternehmen keine Aussagen mehr über ihre die Zukunft geben, erst einmal neu kalibriert werden. Doch selbst wenn die fundamen-

tale Datenlage alles andere als sicher ist, lassen sich unseres Erachtens nach mit den sich abzeichnenden ökonomischen Entwicklungen einige plausible Überlegungen anstellen, mit denen man beurteilen kann, ob Aktien auf dem derzeitigen Niveau attraktiv sind. Hierzu wollen wir uns im Folgenden mit den Gewinnerwartungen sowie mit einigen Bewertungskennzahlen beschäftigen. Schließlich weisen die Gewinne einen sehr engen Gleichlauf mit der wirtschaftlichen Entwicklung auf. Und selbst wenn man derzeit noch darüber rätselt, wie scharf die Rezession ausfallen wird, gibt es einige verlässliche Indikatoren, die hierüber Auskunft geben. So zeigt beispielsweise der von der New Yorker Fed entwickelte wöchentliche Wirtschaftsindikator an, dass das US-BIP derzeit um etwa zehn Prozent unter dem Niveau des Vorjahres liegt.



Zwar hört man häufig das Argument, dass diese Rezession einen anderen Charakter habe, weil sie quasi staatlich verordnet sei, doch fragen wir uns, ob sich das zukünftige wirtschaftliche Geschehen deswegen tatsächlich substantiell von anderen Rezessionen unterschei-

den wird. Wir glauben dies nicht. So wird auch die deutsche Wirtschaft dieses Jahr eine heftige Rezession erleben; wir rechnen mit einem Rückgang der realen Wirtschaftsleistung von gut sieben Prozent. Nachdem die Unternehmensanalysten die Gewinnerwartungen für die DAX-Unternehmen zunächst nur zögerlich nach unten angepasst haben, ist zuletzt das Skalpell durch die Axt ersetzt worden. Mit anderen Worten: die Prognosen sind deutlich reduziert worden – zumindest die für das Jahr 2020. Mitte Februar wurde für dieses Jahr noch ein Gewinn je Aktien von 930 Indexpunkten erwartet, mittlerweile sind es nur noch 724 Indexpunkte. Im selben Zeitraum sank die Prognose der 2021er Gewinne von 1050 auf 930 Punkte (Quelle: Factset). So weit, so gut. Die vorgenommenen Revisionen dürften aber vermutlich bei Weitem noch nicht ausreichen. Denn für 2020 wird ein Gewinnrückgang von 13 Prozent unterstellt, dem im kommenden Jahr ein Anstieg um fast 30 Prozent folgen soll. Während die meisten Ökonomen einen „u“- oder „w“-förmigen Wirtschaftsverlauf erwarten, gehen die Unternehmensanalysten immer noch von einem „v“ aus. Auf den wahrscheinlich deutlich unterschätzten Rückgang in diesem Jahr sollen 2021 neue Rekordgewinne winken. Das halten wir für unrealistisch, da derzeit noch gar nicht absehbar ist, ab wann sich das wirtschaftliche Leben wieder normalisiert. Stattdessen würden wir uns eher an den Gewinneinbrüchen in Rezessionsjahren wie 1993, 2001 und 2008 orientieren. Damals sind die Unternehmensgewinne um 40 bis 60 Prozent eingebrochen. Ein Ertragsrückgang um 40 Prozent würde bedeuten, dass die DAX-Gewinne in diesem Jahr bei rund 500 Indexpunkten liegen. Dann müsste es 2021 fast zu einer Gewinnverdoppelung kommen, damit die derzeitige Konsenseinschätzung zutrifft. Legen die Gewinne im nächsten Jahr dagegen nur um 40 bzw. 60 Prozent zu, läge der Gewinn je Aktie nur bei 700 bzw. 800 Indexpunkten.

Genau hier zeigt sich schon das nächste Problem: Nicht nur, dass sich Aktienkurse schwer tun, gegen fallende Gewinnerwartungen anzukämpfen. Noch schwieriger wird es, wenn gleichzeitig die Bewertungen zu hoch sind. So weist der DAX auf Basis der in 12 Monaten erwarteten Unternehmensgewinne derzeit ein KGV von 13,8 auf. Damit ist er fast genauso teuer wie vor dem Beginn der Coronakrise, nur dass die Unsicherheiten heute wesentlich größer sind und man zudem davon ausgehen muss, dass die Gewinnprognosen, auf denen

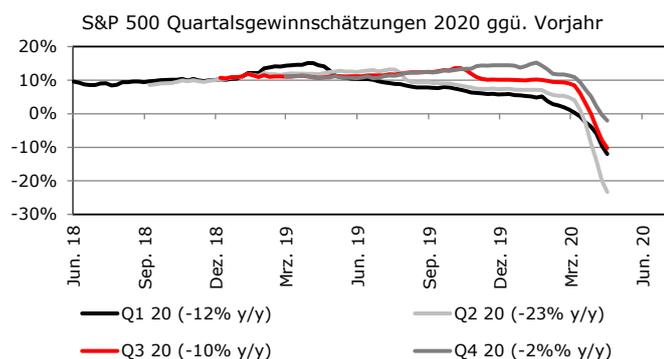
diese Kennzahl beruht, deutlich zu optimistisch sind. Beruhend auf unseren oben geschilderten Szenarien liegt das „wahre“ DAX-KGV wohl eher zwischen 17 und 18.

Wir haben im Anhang in Tabelle 1 drei Bewertungskennzahlen (KGV, Preis-Buchwert und die Dividendenrendite) für den DAX und seine heutigen Indexmitglieder zu verschiedenen Zeitpunkten ausgewertet, um zu sehen, wie sich die aktuelle Situation und die von Mitte März, als der Index bei 8.400 Punkten stand, mit den DAX-Tiefständen in den Jahren 2003 und 2009 vergleicht. Dabei kommt man zu dem Ergebnis, dass sowohl das KGV als auch der Preis zum Buchwert derzeit 30 bis 40 Prozent über den damals erreichten Tiefständen liegen. Von daher halten wir deutsche Aktien im Moment für zu teuer, um schon jetzt langfristige Investments zu tätigen. Auch wenn uns bewusst ist, dass man bei Aktienkäufen wohl nie den absoluten Tiefstkurs erzielen wird, würden wir solange abwarten, bis die Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate ihren Tiefpunkt erreicht haben. Diese waren sowohl 2003 als auch 2009 ein zuverlässiger Indikator für das Erreichen eines nachhaltigen Wendepunktes am Aktienmarkt. Ihren letzten Hochpunkt hatten die rollierenden Gewinnerwartungen übrigens schon im Sommer 2018 bei rund 1.000 Indexpunkten. Bis Anfang März 2020 zeigten sie dann eine Seitwärtsentwicklung, bevor sie danach in den freien Fall übergegangen sind. Solange dieser nicht gestoppt ist, gehen wir davon aus, dass der DAX noch keinen nachhaltigen Boden gefunden hat und ein erneutes Abrutschen auf 8.000 Punkte oder weniger möglich ist.



Mehr Aufschluss über die tatsächliche Entwicklung der Unternehmensgewinne erhofft man sich von der gerade begonnenen US-Berichtssaison für das erste Quartal 2020 (s. Tabelle 2). Nachdem die ersten Unternehmen berichtet haben, scheint (fast) alles wie immer zu sein:

Beim S&P 500 haben 60 Prozent der gut 40 Unternehmen die Gewinnerwartungen und 67 Prozent die Umsatzprognosen übertroffen. Beim Dow (bisher haben sieben Firmen berichtet) sehen die Zahlen mit 67 und 83 Prozent noch besser aus, und die Nasdaq toppt das Ganze mit positiven Überraschungsquotienten von jeweils 88 Prozent (bei acht Unternehmen, die bislang Zahlen vorgelegt haben). Doch auf den zweiten Blick ist dann doch (fast) alles anders als sonst. Denn angesichts der Tatsache, dass die Analysten ihre Schätzungen für die US-Unternehmen zuletzt ebenfalls deutlich nach unten korrigiert haben, ist das Gesamtbild trotz positiver Überraschungen eher als schwach zu bewerten. Im ersten Quartal sollen die Gewinne jetzt um 12 Prozent unter dem Vorjahresniveau liegen (zu Jahresbeginn: +5,5 Prozent), für Q2 wird mit einem Minus von 23 Prozent gerechnet (zu Jahresbeginn: +7,1 Prozent), gefolgt von -10,3 Prozent in Q3 (zu Jahresbeginn: +10,0 Prozent) und -2,1 Prozent im vierten Quartal 2020 (zu Jahresbeginn: +14,2 Prozent).



Wie beim DAX gilt auch für den S&P 500, dass nach einem eher moderaten Gewinnrückgang von neun Prozent in diesem Jahr schon 2021 die Erträge um fast 20 Prozent ansteigen sollen, sodass sie einen neuen Rekord erreichen. Doch wie für den DAX halten wir dies für zu optimistisch, weil wir davon ausgehen, dass die Analysten das wahre Ausmaß des Gewinnrückgangs in diesem Jahr unterschätzen, sodass die Basis für den erwarteten Anstieg im nächsten Jahr um einiges tiefer liegen wird. Hinzu kommt – ebenfalls in Analogie zum DAX –, dass die Bewertungskennzahlen trotz wahrscheinlich zu optimistischer Annahmen sehr ambitioniert sind. So beträgt das KGV auf Basis der in 12 Mo-

naten erwarteten Gewinne 18,5, und der Preis-Buchwert liegt bei 3,0. Im März 2009 lag das KGV dagegen bei 10,0 und der Preis-Buchwert bei 1,4. 2003 verzeichneten die beiden Kennzahlen Werte von 14,7 und 2,4. Somit kommen wir wie beim DAX zu der Schlussfolgerung, dass die Abwärtsrisiken auch am US-Aktienmarkt keinesfalls gebannt sind und ein erneuter – auch stärkerer Rückschlag – nicht ausgeschlossen werden kann.

Häufig ist dabei als Gegenargument zu hören, dass der erlebte Crash mit einem Rückgang beim Dow Jones 30 von mehr als 29.500 auf fast 18.200 Punkte von Ausmaß her so gewaltig gewesen sei, dass dies eine Übertreibung auf dem Weg nach unten gewesen sein muss. Im Hinblick auf die absolute Kursveränderung ist dieser Eindruck nachvollziehbar. Nicht jedoch, wenn man sich den prozentualen Kursrückgang anschaut. Hierzu haben wir im Anhang in Chart 1 den Dow Jones 30 seit dem Jahr 1900 im logarithmierten Kursverlauf dargestellt. Diese Art der Darstellung hat im Vergleich zum linearen Verlauf den Vorteil, dass nun die relativen Kursveränderungen angezeigt werden. Und hier lässt sich erkennen, dass die bisherige Korrektur zwar deutlich, aber keinesfalls völlig ungewöhnlich ausgefallen ist. Während der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die Kurse beispielsweise um mehr als 50 Prozent eingebrochen, und auch während der ersten Ölkrise zu Beginn der 1970er Jahre war ein ähnlich starker Rückgang zu verzeichnen. Das Platzen der Dot-Com-Blase hat der Dow Jones dagegen mit einem Minus von fast 40 Prozent besser überstanden als der S&P 500 oder die Nasdaq. Der stärkste historische Kursrückgang war aber während der großen Depression in den 1930er Jahren zu verzeichnen, damals verlor der Dow Jones in drei Jahren fast 90 Prozent an Wert. Aber keine Sorge: Da wir keine neue langanhaltende Weltwirtschaftskrise erwarten, halten wir ein solches Szenario für ausgeschlossen. Der Blick in die Vergangenheit hilft uns aber, die heutigen Geschehnisse besser einzuordnen.

Unser Fazit für den (ungeduldigen) Anleger lautet von daher: Abwarten und Tee trinken. Unter fundamentalen Gesichtspunkten spricht vieles dafür, dass es mit hoher Wahrscheinlichkeit in absehbarer Zeit noch günstigere Einstiegskurse geben wird.

Konjunktur und Strategie

Tabelle 1: Bewertungskennzahlen für die DAX-Unternehmen

	15.04.2020			18.03.2020			06.03.2009			12.03.2002		
	PE	PB	DY	PE	PB	DY	PE	PB	DY	PE	PB	DY
Adidas	26,02	5,67	1,69	17,60	4,43	2,48	8,37	1,18	2,25	11,14	2,24	1,49
Allianz	8,53	0,90	6,15	5,78	0,64	8,67	4,81	0,61	8,35	5,30	0,54	2,88
BASF	13,97	1,01	7,48	10,25	0,89	8,50	10,97	1,04	8,23	9,82	0,92	5,14
BMW	8,21	0,54	4,34	4,54	0,42	7,52	37,24	0,58	2,35	6,55	1,00	2,81
Beiersdorf	29,75	3,14	0,76	25,63	3,04	0,78	14,10	2,59	2,67	25,74	4,19	1,48
Continental	14,37	0,91	3,40	7,36	0,68	6,19	9,82	0,37	1,47	4,85	0,76	5,20
Covestro	38,22	1,09	5,92	14,27	0,92	9,45						
Daimler	9,19	0,49	3,25	4,73	0,36	7,09	21,11	0,52	3,02	6,10	0,59	7,04
Deutsche Bank		0,23	0,26		0,20	0,31	5,08	0,35	5,57	10,65	0,62	4,22
Deutsche Post	11,21	2,02	4,92	7,98	1,44	6,74	7,38	0,89	10,46	7,82	1,55	4,12
Deutsche Börse	20,82	3,96	2,32	14,97	2,93	3,27	7,02	2,21	6,91	10,29	1,65	1,66
Deutsche Lufthansa		0,40	3,23	4,64	0,37	6,86	11,23	0,52	4,90	7,76	0,61	5,11
Deutsche Telekom	10,96	1,62	5,00	9,93	1,50	5,82	11,33	0,96	8,73		1,10	1,68
E.ON	13,15	2,41	5,52	12,63	2,57	5,56	5,38	0,62	9,55	7,53	0,72	6,13
FMC	13,76	1,44	1,97	12,81	1,35	2,14	12,95	1,67	2,08	11,99	1,32	2,31
Fresenius	10,72	1,15	2,26	7,59	0,83	3,20	9,40	1,03	2,63	10,17	0,76	3,38
Heidelbergcement	7,60	0,47	5,08	4,78	0,37	8,02	4,82	0,28	3,90	4,95	0,33	4,78
Henkel	14,63	1,56	2,67	10,98	1,26	3,35	8,92	1,07	3,08	11,59	1,57	2,61
Infinion	20,51	1,94	1,71	11,68	1,28	2,70		0,22	0,00	48,51	0,68	0,00
Linde	22,70	2,16	2,12	18,89	1,84	2,46	13,77	3,25	2,66	13,34	2,36	1,49
Merck	15,47	2,17	1,46	12,54	1,79	1,77	9,85	1,24	2,51	10,26	1,49	5,21
MTU	15,01	2,29	2,54	10,56	2,11	3,60	6,07	1,27	4,99			
Münchener Rück	10,76	0,92	5,33	7,06	0,68	7,11	6,60	0,74	6,75	5,06	0,61	2,33
RWE	14,45	1,09	3,70	12,51	0,96	4,19	7,43	2,01	7,24	7,16	1,30	5,88
SAP	20,72	4,05	1,55	15,78	3,28	1,94	13,32	3,14	2,37	19,48	5,29	0,99
Siemens	12,28	1,30	4,98	8,33	0,97	6,62	7,42	1,03	4,52	11,62	1,10	3,33
VW	7,07	0,54	3,68	4,10	0,38	5,98	54,51	1,73	0,73	4,50	0,40	4,70
Vonovia	14,43	0,85	3,70	11,01	0,84	4,44						
Wirecard	19,37	4,41	0,28	13,41	3,04	0,40	8,40	1,73	0,56			
DAX	13,84	1,27	3,45	9,31	0,99	4,72	8,36	0,90	5,84	10,17	0,89	3,62

Tabelle 2: Auswertung der US-Berichtssaison

Aktuelle Berichtssaison S&P 500 (Quelle: Factset)						
15.04.2020		davon:		positives		
		positiv	negativ	Surprise-Ratio	Wertentwicklung YTD	Wertentwicklung QTD
Consumer	Gewinn	4	3	57%		
Discretionaries	Umsatz	6	1	86%		
	Kursreaktion	5	2	71%	-9,9%	12,0%
Consumer	Gewinn	5	2	71%		
Staples	Umsatz	3	4	43%		
	Kursreaktion	2	5	29%	-6,0%	8,5%
Energy	Gewinn	0	0	#DIV/0!		
	Umsatz	0	0	#DIV/0!		
	Kursreaktion	0	0	#DIV/0!	-46,3%	9,8%
Financials	Gewinn	4	7	36%		
	Umsatz	7	4	64%		
	Kursreaktion	2	9	18%	-29,8%	3,8%
Health Care	Gewinn	2	1	67%		
	Umsatz	2	1	67%		
	Kursreaktion	2	1	67%	-5,3%	9,0%
Industrials	Gewinn	4	1	80%		
	Umsatz	4	1	80%		
	Kursreaktion	4	1	80%	-25,3%	2,9%
Information	Gewinn	5	2	71%		
Technology	Umsatz	5	2	71%		
	Kursreaktion	7	0	100%	-5,0%	8,2%
Materials	Gewinn	0	0	#DIV/0!		
	Umsatz	0	0	#DIV/0!		
	Kursreaktion	0	0	#DIV/0!	-20,8%	7,9%
Communicati	Gewinn	0	1	0%		
Services	Umsatz	0	1	0%		
	Kursreaktion	1	0	100%	-11,0%	7,5%
Utilities	Gewinn	0	0	#DIV/0!		
	Umsatz	0	0	#DIV/0!		
	Kursreaktion	0	0	#DIV/0!	-9,3%	5,7%
Real	Gewinn	1	0	100%		
Estate	Umsatz	1	0	100%		
	Kursreaktion	1	0	100%	-13,0%	8,5%

Chart 1: Kursverlauf des Dow Jones 30 seit dem Jahr 1900 in logarithmierter Darstellung

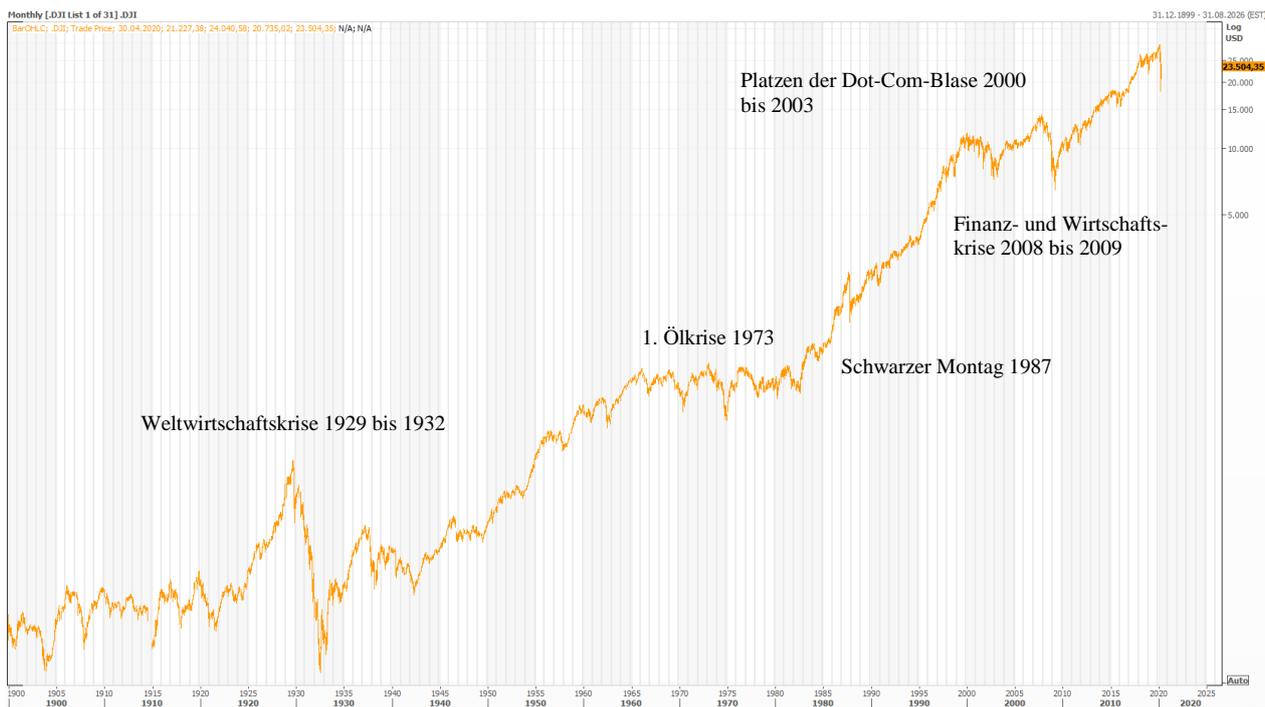


Chart 2: Kursverlauf des DAX 30 seit dem Jahr 1988 in logarithmierter Darstellung



Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	16.04.2020 17:47	09.04.2020 -1 Woche	13.03.2020 -1 Monat	15.01.2020 -3 Monate	15.04.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	23408	-1,3%	1,0%	-19,4%	-11,3%	-18,0%
S&P 500	2793	0,1%	3,0%	-15,1%	-3,9%	-13,5%
Nasdaq	8524	4,5%	8,2%	-7,9%	6,9%	-5,0%
Value Line Arithmetic	4772	-5,2%	0,7%	-29,0%	-24,9%	-28,3%
DAX	10302	-2,5%	11,6%	-23,3%	-14,3%	-22,2%
MDAX	21793	-1,4%	7,6%	-23,3%	-14,8%	-23,0%
TecDAX	2817	1,0%	19,3%	-9,2%	1,0%	-6,6%
EuroStoxx 50	2822	-2,5%	9,1%	-25,1%	-18,2%	-24,7%
Stoxx 50	2771	-0,8%	11,0%	-19,3%	-12,2%	-18,6%
SMI (Swiss Market Index)	9440	-0,1%	12,8%	-11,5%	-0,8%	-11,1%
FTSE 100	5643	-3,4%	5,2%	-26,2%	-24,1%	-25,2%
Nikkei 225	19290	-0,3%	10,7%	-19,3%	-13,0%	-18,5%
Brasilien BOVESPA	78363	0,9%	-5,2%	-32,7%	-15,8%	-32,2%
Russland RTS	1067	-7,6%	7,6%	-33,4%	-14,4%	-31,1%
Indien BSE 30	30603	-1,8%	-10,3%	-26,9%	-21,3%	-25,8%
China Shanghai Composite	2820	-0,2%	-2,3%	-8,7%	-11,3%	-7,5%
MSCI Welt (in €)	1960	-0,3%	6,7%	-15,8%	-5,3%	-13,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	888	0,3%	2,1%	-19,8%	-14,7%	-17,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	172,68	178	-149	122	802	219
Bobl-Future	135,25	55	-78	135	256	162
Schatz-Future	112,17	11	-47	26	29	27
3 Monats Euribor	-0,25	-3	18	14	6	13
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,40	-1	7	-2	-20	0
3 Monats \$ Libor	1,18	-4	33	-66	-141	-73
Fed Funds Future, Dez 2020	0,06	0	-5	-130	-200	-1
10-jährige US Treasuries	0,61	-11	-34	-118	-194	-131
10-jährige Bunds	-0,48	-13	11	-23	-53	-29
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	0	1	1	6	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,43	-13	6	14	-18	4
US Treas 10Y Performance	729,71	0,8%	3,9%	13,4%	23,3%	14,7%
Bund 10Y Performance	677,44	1,2%	-1,2%	2,4%	5,5%	2,9%
REX Performance Index	496,21	0,5%	-1,2%	0,5%	1,2%	0,6%
IBOXX AA, €	0,72	-21	15	45	21	42
IBOXX BBB, €	1,96	-25	50	108	56	106
ML US High Yield	8,24	-43	1	233	172	220
Wandelanleihen Exane 25	7166	0,0%	-0,3%	-7,4%	-1,4%	-6,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	351,49	-2,9%	-9,3%	-14,3%	-17,4%	-12,5%
MG Base Metal Index	249,48	1,8%	-8,1%	-17,6%	-21,2%	-16,8%
Rohöl Brent	27,34	-13,8%	-18,0%	-57,3%	-61,6%	-58,8%
Gold	1721,77	2,4%	12,5%	11,1%	33,8%	13,2%
Silber	15,41	0,1%	4,3%	-14,3%	2,7%	-14,0%
Aluminium	1469,25	2,0%	-11,6%	-17,2%	-20,5%	-17,5%
Kupfer	5082,00	1,8%	-6,7%	-18,7%	-21,2%	-17,4%
Eisenerz	84,22	1,0%	-6,6%	-11,0%	-10,4%	-8,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	706	11,2%	11,9%	-8,1%	-4,3%	-35,2%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0839	-0,3%	-2,4%	-2,7%	-4,2%	-3,5%
EUR/ GBP	0,8726	-0,5%	-2,2%	1,9%	1,2%	3,0%
EUR/ JPY	116,70	-1,4%	-2,0%	-4,7%	-7,9%	-4,3%
EUR/ CHF	1,0506	-0,5%	-1,0%	-2,3%	-7,4%	-3,2%
USD/ CNY	7,0778	0,5%	1,0%	2,7%	5,5%	1,6%
USD/ JPY	107,49	-0,9%	-0,4%	-2,2%	-4,1%	-1,0%
USD/ GBP	0,8051	0,4%	-0,2%	4,9%	5,6%	6,7%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.