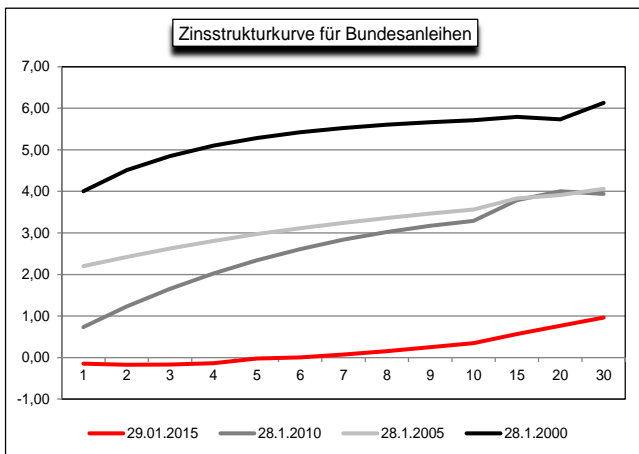


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Favoritenwechsel am Aktienmarkt: Wie nachhaltig ist die Kurserholung in Europa?

Das neue Jahr hat fulminant begonnen. Wer schon 2014 für ein aufregendes Börsenjahr gehalten hat, der musste sich in den ersten vier Wochen des Jahres 2015 erst recht anschnallen. So ist der Ölpreis seit Jahresbeginn um weitere 10 US-Dollar je Barrel gesunken, was einem Preisrückgang von fast 20 Prozent entspricht. Der Euro wertet weiter ab, allein gegenüber dem Greenback seit Jahresbeginn um rund 7 Prozent. Von daher kommt der Ölpreisrückgang bei uns in etwas geringerem Umfang an als es in den USA der Fall ist. Die Notenbanken sorgten für reichlich Gesprächsstoff, indem beispielsweise die Schweizerische Nationalbank die Kopplung des Schweizer Franken an den Euro aufgehoben hat, wodurch der Franken gegenüber dem Euro um 15% aufgewertet wurde. In der vergangenen Woche kündigte die EZB ein umfangreiches Anleiheaufkaufprogramm von 60 Milliarden Euro pro Monat an, das im März beginnen und mindestens bis September 2016 aufrechterhalten werden wird. Andere Notenbanken, wie zum Beispiel in Dänemark, aber auch in Indien und in der Türkei, haben ebenfalls reagiert und wegen sinkender Inflationsraten die Zinsen gesenkt. Von daher ist die internationale Geldpolitik zuletzt noch expansiver geworden. Und auch die Politik sorgte wieder für Schlagzeilen, indem in Griechenland ein neues Parlament gewählt wurde und der Wahlsieger, Alexis Tsipras vom Linksbündnis Syriza, ankündigte, die mit der Troika ausgehandelten Absprachen zum zukünftigen Reform- und Sparkurs aufzukündigen.



All diese Entwicklungen haben an den Kapitalmärkten deutliche Spuren hinterlassen. An den Rentenmärkten sind die Renditen für europäische Staatsanleihen – mit Ausnahme griechischer – kräftig gesunken. 10-jährige Bundesanleihen weisen nur noch eine Rendite von 0,35% auf, Tendenz weiter fallend. Für alle Laufzeiten bis fünf Jahre sind die Renditen mittlerweile negativ. Auch Länder wie Spanien und Italien können sich so günstig am Kapitalmarkt refinanzieren wie niemals zuvor. Für die Eurozone zeichnet sich auch für die nächsten Jahre kein Ende der Niedrigzinsphase ab, so dass viele Anleger unter Handlungsdruck geraten. Zwar gehen wir angesichts des eingeschlagenen Weges bei der Geldpolitik nicht davon aus, dass sich Anle-

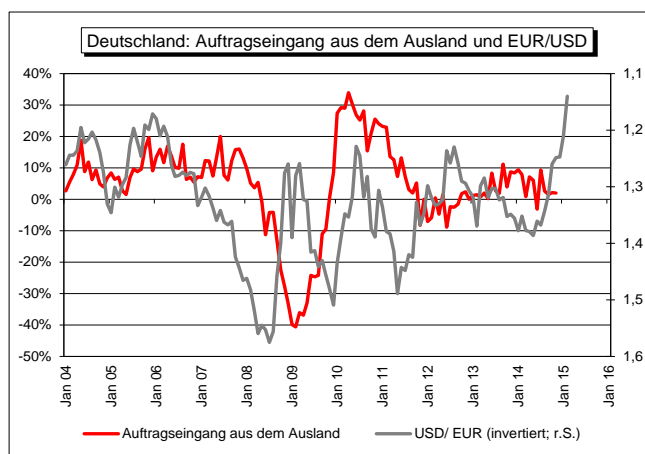
ger auf nennenswerte Kursverluste bei ihren Anleihen einstellen müssen, aber die Luft für weitere Kursgewinne wird allein aus Gründen der Mathematik immer dünner – zumindest wenn man nicht davon ausgeht, dass über alle Laufzeiten deutlich negative Renditen zu erreichen sind. Wer beispielsweise heute eine 10-jährige Bundesanleihe kauft, würde auf Sicht von 12 Monaten nur dann eine Gesamtwertentwicklung (aus Kupon und Kursgewinnen) von vier Prozent erzielen, wenn die Rendite bis Januar 2016 auf -0,05 Prozent sinkt.

Aber nicht nur am Renten-, auch am Aktienmarkt ist es in den vergangenen Wochen zu einer bemerkenswerten Entwicklung gekommen. Hatten europäische Aktien im vergangenen Jahr gegenüber US-amerikanischen Titeln mehrheitlich das Nachsehen, so hat sich dies seit Jahresbeginn umgekehrt. Europäische Blue Chips – gemessen am Euro Stoxx 50 – weisen gegenüber dem 31.12.2014 ein Kursplus von sieben Prozent auf, während der Dow Jones 30 3,5 Prozent im Minus liegt. Noch besser haben sich die deutschen Aktien in diesem Zeitraum geschlagen; so weist der DAX (ebenso wie der TecDAX) einen Zuwachs von neun Prozent auf, während der MDAX für die mittelgroßen börsennotierten Unternehmen sogar mit zehn Prozent im Plus liegt. Nur der SDAX hat sich mit plus fünf Prozent bislang weniger gut entwickelt.

Unseres Erachtens spricht vieles dafür, dass sich diese positive Entwicklung der europäischen und speziell der deutschen Titel fortsetzen wird, wenn auch nicht mit derselben Geschwindigkeit der ersten vier Wochen des neuen Jahres. Auf der Habenseite deutscher Unternehmen steht vor allem die bessere Konjunktorentwicklung, die unter anderem auf den Ölpreisverfall, den Euro-Wechselkurs und die niedrigen Zinsen zurückzuführen ist. Dass aus diesen „Jokern“ in absehbarer Zeit ein „Schwarzer Peter“ wird, ist zwar nicht grundsätzlich auszuschließen, aber aus unserer Sicht unwahrscheinlich. So ist der Rückgang des Ölpreises in erster Linie auf die Ausweitung des Ölangebotes zurückzuführen und nicht auf eine zu geringe Nachfrage. Allein die USA fördern dank des Fracking heute fast 20 Prozent mehr Öl als vor einem Jahr, so dass sie mittlerweile zum drittgrößten Produzenten (hinter Russland und Saudi Arabien) aufgestiegen sind. Aber auch viele andere Länder haben ihre Förderung ausgeweitet, um den Preisrückgang zumindest teilweise auszugleichen.

Unsere Berechnungen der möglichen Konjunktoreffekte des gesunkenen Ölpreises zeigen, dass es viele Gewinner, aber nur wenige Verlierer gibt. Von daher könnten sich die heutigen Konjunkturprognosen in einigen Monaten als zu vorsichtig entpuppen. Unsere Wachstumsprognose für das deutsche Bruttoinlandsprodukt von 1,6% hat die möglichen positiven Effekte des Ölpreisrückgangs, ebenso wie die Einführung des Mindestlohnes, der auch eine Erhöhung von Transferzahlungen wie Hartz IV oder der Renten nach sich ziehen könnte, für den Konsum noch nicht berücksichtigt. Und auch die Abwertung des Euro könnte das wirtschaftliche Wachstum in der Eurozone zusätzlich beflügeln.

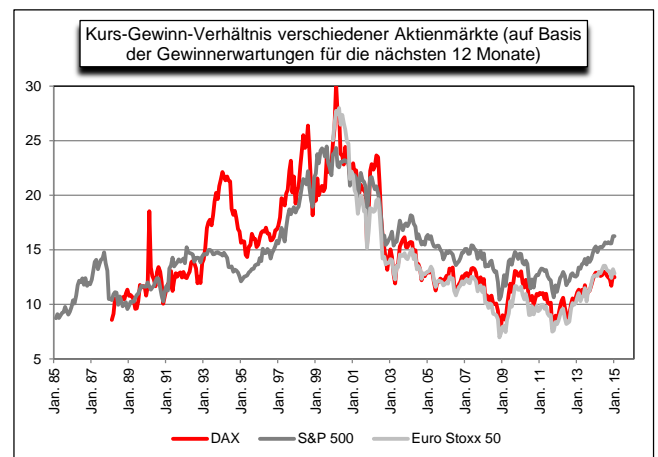
Hauptursache der Euro-Schwäche ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, die mit ihren beiden Zinssenkungen im vergangenen Jahr und den angekündigten Anleihekäufen einen Kontrapunkt zur Geldpolitik der US-Notenbank gesetzt hat. Einer der größten Profiteure der Wechselkursentwicklung ist dabei Deutschland mit seinem sehr hohen Anteil der Ausfuhren am gesamten BIP. Die gerade in Deutschland häufig geäußerte Kritik an der EZB, dass die noch expansivere Geldpolitik angesichts des schon erreichten Niedrigzinsniveaus wirkungslos verpuffe, erweist sich bei näherem Hinsehen als falsch, da sich positive Effekte quasi „über Bande“ über den niedrigeren Wechselkurs einstellen. Je länger die Euro- und Ölpreisschwäche anhalten, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr mit zwei Prozent oder mehr wachsen wird.



Natürlich gibt es aber auch wie immer Risiken, weshalb sich dieses positive Szenario nicht einstellen könnte. Zuerst sind hier politische Unwägbarkeiten zu nennen, wie eine weitere Zuspitzung im Verhältnis zwischen Russland und dem Westen. Aber auch die politische Situation innerhalb der Eurozone gibt Anlass zur Sorge. Nach den Wahlen in Griechenland scheinen uns die Forderungen der neuen griechischen Regierung nach einem erneuten Schuldenschnitt, die angekündigte Erhöhung der Staatsausgaben, um den Mindestlohn anzuheben und entlassene Staatsbeamte wieder einzustellen sowie das Stoppen des Privatisierungsprozesses der griechischen Wirtschaft unvereinbarer als je zuvor mit den Vorstellungen der Troika und der europäischen Partner. Von daher könnte es letztendlich doch zu einem „Grexit“, also einem Austritt Griechenlands aus der Eurozone, kommen. Dieser ist zwar eigentlich von niemandem explizit gewollt, die mangelnde Kompromissfähigkeit beider Parteien könnte dazu führen, dass Griechenland kein frisches Geld vom IWF und EFSF mehr erhält und die griechischen Banken von der Geldversorgung durch die EZB abgeschnitten werden. In diesem Fall bliebe Griechenland nur die Rückkehr zu einer eigenen Währung, der „Neuen Drachme“. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios lässt sich zwar kaum beziffern, sie ist aber deutlich größer als null. Selbst wenn Griechenland die Eurozone verlassen würde, dürften die Ansteckungseffekte für andere Länder wohl gering sein, weil mittlerweile mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), aber vor allem mit der Ankündigung der EZB, Staatsanleihen aufzukaufen, institutionelle Rahmenbedingungen geschaffen

wurden, die es in dieser Form während der Schuldenkrise des Jahres 2012 nicht gegeben hat. Dennoch bleibt eine Restunsicherheit, welche Konsequenzen ein solcher Schritt tatsächlich mit sich bringen würde.

Lohnt es sich denn angesichts der positiven Kursentwicklung der ersten Wochen und der beschriebenen politischen Risiken heute überhaupt noch, in den Aktienmarkt zu investieren? Schließlich ist auch unser Kursziel für das Jahresende 2015 von 10.900 Punkten schon fast erreicht. Unsere Antwort auf diese Frage ist eindeutig: „Ja“. Kein Kursziel ist für die Ewigkeit, und letztendlich basieren solche Ziele auf vielen Unbekannten: Zum einen der Gewinnentwicklung von (im Fall des DAX) dreißig verschiedenen Unternehmen, und zum anderen einem Bewertungsmultiplikator. Gerade dieser lässt sich aber kaum zuverlässig prognostizieren. Unser Kursziel von 10.900 Punkten für den DAX basiert auf der Annahme eines Kurs-Gewinn-Verhältnisses von 12,5 und einem aggregierten DAX-Gewinn von gut 870 Indexpunkten. Mittlerweile haben die Unternehmensanalysten ihre Gewinnprognosen zwar auf 860 Punkte reduziert, gleichzeitig ist der Bewertungsmultiplikator aber auf 13,5 angestiegen. Diese Veränderung der beiden Komponenten führt dazu, dass sich derzeit ein Kursziel von 11.600 Punkten errechnet. Letztendlich führt ein solches Vorgehen dazu, dass Kursziele für Aktienmärkte ein „moving target“ sind, denn beide Variablen verändern sich permanent und sind leider nicht stabil. Genau dies sollten Anleger immer auch berücksichtigen: Der Mehrwert einer derartigen Prognose besteht darin, abzuleiten, wie groß die Chancen oder Risiken eines Aktienengagements sind und welche Richtung die Kurse voraussichtlich einschlagen werden. Das Punktziel selbst kann aber immer nur zur groben Orientierung dienen.



Natürlich weiß niemand, ob der Bewertungsmultiplikator, den Marktteilnehmer heute bereit sind zu bezahlen, auch so bleiben wird. Hier helfen in erster Linie Plausibilitätsüberlegungen weiter: Wie hoch ist die Bewertung heute im Vergleich zu früheren Zeiten? Und welche Rahmenbedingungen sind an den Kapitalmärkten vorzufinden, die die zukünftige Richtung des Multiplikators und der Gewinnschätzungen beeinflussen? Das derzeitige Kurs-Gewinn-Verhältnis für den DAX von 13,5 basiert auf den Gewinnerwartungen für die nächsten 12 Monate. Im Vergleich zu den letzten zehn Jahren ist die Bewertung heute zwar vergleichsweise hoch, erweitert man den Betrachtungshorizont

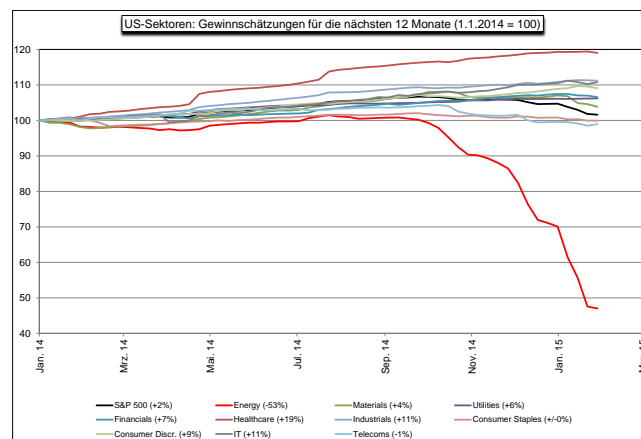
aber auf die vergangenen 25 Jahre, betrug das durchschnittliche KGV jedoch rund 15. Im längerfristigen Vergleich ist der DAX somit noch nicht zu teuer. Zudem sind mögliche Anlagealternativen – vor allem festverzinsliche Wertpapiere – noch wesentlich höher bewertet, so dass auch unter relativen Bewertungsgesichtspunkten Aktien immer noch attraktiv sind.

Entscheidend ist aber die Frage, welche Richtung die Unternehmensgewinne einschlagen werden. Die Tatsache, dass die Gewinne von den Unternehmensanalysten nach unten revidiert werden, fällt zunächst negativ auf. Dieser Trend ist bereits seit langer Zeit zu beobachten und vor allem damit zu erklären, dass die Ausgangsbasis für die erste Prognose eines neuen Fiskaljahres mit einem Plus von zehn Prozent immer sehr hoch angesetzt wird. Da aber die konjunkturelle Entwicklung in den vergangenen Jahren fast immer schwächer war als ursprünglich erwartet, konnten auch die Unternehmen die hochgesteckten Gewinnziele nicht erreichen. Aber – und das ist entscheidend – die Gewinne sind fast immer angestiegen, wenn eben auch in geringerem Ausmaß als ursprünglich erwartet. Grundlegende Skepsis gegenüber Aktien ist unseres Erachtens aber nur dann angebracht, wenn die Gewinne sinken oder die Aktienmarktbeurteilung sehr hoch ist. Beides ist derzeit aber nicht der Fall.

Unsere für die Konjunktorentwicklung angeführten „Joker“ sollten sich auch bei den Unternehmen im Jahresverlauf positiv bemerkbar machen. In unserem Flash Report der vergangenen Woche hatten wir die potenziellen Gewinner des niedrigen Ölpreises und der Euro-Abwertung identifiziert. Wichtig ist nochmals darauf hinzuweisen, dass es teilweise sehr lange dauert, bis die Unternehmensanalysten ihre Gewinnprognosen an die veränderten Rahmenbedingungen anpassen. Mit Blick auf die DAX-Unternehmen lässt sich feststellen, dass die Gewinnerwartungen für das Jahr 2015 für die meisten Unternehmen weiter nach unten revidiert werden. Ausnahmen sind Unternehmen wie Lufthansa, FMC und K+S, bei denen zuletzt eine positive Revisionstendenz zu beobachten war. Die gerade begonnene Berichtssaison für das 4. Quartal 2014 dürfte wichtige Erkenntnisse liefern, ob die Gesamtjahresprognosen für 2015 zu erreichen sind. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass das erwartete Gewinnplus von zehn Prozent in diesem Jahr immer noch sehr ambitioniert ist, so dass es uns nicht wundern würde, wenn die Ertragsprognosen für die DAX-Unternehmen erstmal weiter nach unten angepasst werden. Ähnliches dürfte für die Unternehmen im Euro Stoxx 50 und Stoxx 50 gelten, wenngleich hier die erwarteten Gewinnzuwächse etwas geringer sind.

Besonders spannend ist momentan die Situation am amerikanischen Aktienmarkt. Waren die US-Börsen im vergangenen Jahr die großen Gewinner, so haben die Kurse 2015 einen schlechten Start erwischt. Für europäische Anleger ist die Gesamtentwicklung dennoch per Saldo positiv, weil die Aufwertung des US-Dollar geholfen hat. Aber wird dies auch so bleiben? Wir gehen davon aus, dass der US-Dollar den größten Teil seiner Aufwertung gegenüber dem Euro hinter sich hat. Dass die US-Notenbank schon bald die Zinsen erhöht, glauben wir angesichts der zu niedrigen Inflationsrate nicht. Von daher verliert das Argument der

sich ausweitenden Zinsdifferenz zugunsten der USA an Stichhaltigkeit. Und ähnliches gilt auch für die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone. Zwar profitiert die US-Wirtschaft von der anhaltenden Erholung des Arbeitsmarktes, die sich in einem robusten Konsum und einer Verbesserung am Immobilienmarkt bemerkbar machen wird, doch wachsen die (Konjunktur)Bäume nicht in den Himmel. Denn der rückläufige Ölpreis bremst die Investitionsfreude der Frackingindustrie, was sich bereits in Texas negativ bemerkbar macht. Und auch der starke US-Dollar macht amerikanische Produkte im Ausland unattraktiver.



Die aktuelle Berichtssaison zeigt bereits erste Bremspuren, die diese beiden Entwicklungen hinterlassen. Zwar haben es aus dem S&P 500 wieder 75 Prozent der gut 150 Unternehmen, die bislang ihre Quartalszahlen vorgelegt haben, geschafft, positiv zu überraschen, doch fällt die Bilanz für den Dow Jones, der die größten und international tätigen Unternehmen beinhaltet, mit 62 Prozent positiven Überraschungen gemischter aus. Zwar sind die Gewinnerwartungen für den S&P 500 mittlerweile vergleichsweise niedrig, doch liegt dies vor allem an den Prognosen für die Energieunternehmen, die sich seit Anfang Oktober mehr als halbiert haben. Da der S&P 500 mit einem KGV von fast 17 anspruchsvoll bewertet ist, gibt es im Vergleich zu deutschen und europäischen Aktien einen erheblich geringeren Spielraum bei den Kursen, wenn es zu Gewinnenttäuschungen kommt. Von daher ist unsere Präferenz bei zukünftigen Aktieninvestments eindeutig: Erst deutsche, dann andere europäische und erst danach US-amerikanische Werte. Damit hat sich die Attraktivität der Aktienmärkte gegenüber dem letzten Jahr umgekehrt.

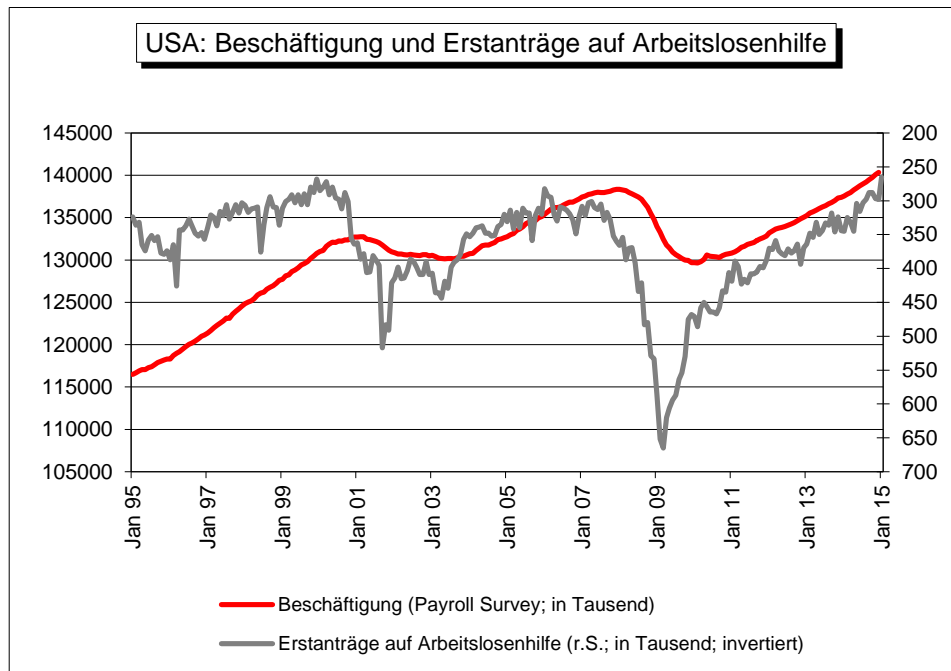
28.01.2015	berichtende Unternehmen				davon:		Surprise-Ratio
	positiv	negativ	in Line	Ratio			
S&P 500	154	116	37	1	75%		
Dow Jones	21	13	8	0	62%		
Nasdaq 100	31	26	5	0	84%		
DAX	2	1	1	0	50%		
MDAX	3	1	2	0	33%		
SDAX	2	1	1	0	50%		
TecDAX	1	1	0	0	100%		
Euro Stoxx 50	5	4	1	0	80%		
Stoxx 50	3	1	2	0	33%		
Stoxx 600	22	18	4	0	82%		
Swiss Market Index	1	0	1	0	0%		
FTSE 100	1	1	0	0	100%		
Nikkei 225	14	8	6	0	57%		

**Wochenausblick für die Zeit vom 2. bis 6. Februar 2015**

	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	51,4	49,9	51,8	50,0	52,1	51,0	2. Februar
D: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	54,9	55,7	54,8	52,1	51,2	52,7	4. Februar
D: Auftragseingänge, m/m	-4,2%	1,1%	2,9%	-2,4%	1,2%		5. Februar
D: Auftragseingänge, y/y	0,8%	-0,7%	2,6%	-0,5%	0,5%		5. Februar
D: Industrieproduktion, m/m	-3,1%	1,1%	0,5%	0,3%	-0,2%		6. Februar
D: Industrieproduktion, y/y	-1,6%	0,6%	1,8%	-0,3%	-0,8%		6. Februar
E-19: Einkaufsmanagerind. verarb. Gew.	50,7	50,4	50,7	50,4	50,6	51,0	2. Februar
E-19: Produzentenpreise, m/m	-0,2%	0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,8%		3. Februar
E-19: Produzentenpreise, y/y	-1,5%	-1,5%	-1,3%	-1,6%	-2,5%		3. Februar
E-19: Einkaufsmanagerind. Dienstleist.	53,1	52,7	52,4	51,3	51,6	52,3	4. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: US-Arbeitsmarkt weiter auf Erholungskurs**



Der US-Arbeitsmarkt hat seinen Erholungskurs zuletzt fortgesetzt. So fielen die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe auf nur noch 265.000, der Vier-Wochen-Durchschnitt lag weitgehend unverändert bei der Marke von 300.000. Einer alten Faustregel folgend steigt die Beschäftigung, wenn weniger als 400.000 Erstanträge auf Arbeitslosigkeit eingehen. Dies ist bereits seit längerem der Fall. Auch andere Indikatoren zeigen an, dass die Erholung am US-Arbeitsmarkt auf einem vergleichsweise breiten Fundament steht. Insbesondere die bessere Verfassung der kleinen Unternehmen werten wir als positives Signal, da sie rund zwei Drittel aller Arbeitnehmer beschäftigen. Auch die US-Notenbank Fed äußerte in ihrem jüngst veröffentlichten Protokoll, der Arbeitsmarkt entwickle sich robust. Einer Zinserhöhung stehen jedoch andere Faktoren entgegen. So sehen die Mitglieder des geldpolitischen

Offenmarktausschusses die Gefahr, dass die geringeren Ölpreise das allgemeine Verbraucherpreisniveau deutlich drücken könnten. Zudem fand sich im Fed-Protokoll auch erstmals die Formulierung, man beobachte „internationale Entwicklungen“ genau. Wir sehen dies als Hinweis, dass der starke US-Dollar auch der Notenbank zunehmend Sorge macht. In unserem Flash vom 11. Dezember 2014 sind wir bereits der Frage nachgegangen, in welchen Sektoren die Unternehmen besonders viel Geschäft außerhalb der USA machen und daher von dem starken Greenback negativ betroffen sein könnten. In der aktuellen Berichtssaison gab es bereits einige Unternehmen, deren Umsätze und Gewinne aufgrund von Währungseffekten schwächer ausgefallen sind. Es ist gut möglich, dass der starke US-Dollar der Fed als Begründung dienen wird, erst später die Zinsen zu erhöhen.

## Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	29.01.2015 17:55	22.01.2015 -1 Woche	26.12.2014 -1 Monat	28.10.2014 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17247	-3,2%	-4,5%	1,4%	-3,2%
S&P 500	2000	-3,0%	-4,2%	0,8%	-2,8%
Nasdaq	4638	-2,4%	-3,5%	1,6%	-2,1%
DAX	10738	2,9%	8,2%	18,4%	9,5%
MDAX	18654	2,0%	9,6%	19,3%	10,1%
TecDAX	1488	2,0%	8,4%	23,5%	8,5%
EuroStoxx 50	3372	1,5%	5,9%	11,1%	7,2%
Stoxx 50	3217	1,0%	6,6%	10,1%	7,1%
SMI (Swiss Market Index)	8435	5,4%	-6,5%	-2,3%	-6,1%
Nikkei 225	17606	1,6%	-1,2%	14,8%	0,9%
Brasilien BOVESPA	47388	-4,2%	-5,5%	-9,4%	-5,2%
Russland RTS	747	-8,5%	-9,8%	-28,8%	-5,5%
Indien BSE 30	29682	2,3%	9,0%	10,4%	7,9%
China Shanghai Composite	3264	-2,4%	3,4%	39,6%	0,9%
MSCI Welt (in €)	1689	1,5%	5,5%	13,0%	6,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	985	2,8%	11,7%	11,8%	10,5%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	158,69	95	352	816	282
Bobl-Future	130,69	25	69	286	41
Schatz-Future	111,23	4	16	28	14
3 Monats Euribor	0,05	0	-3	-4	-3
3M Euribor Future, Dez 2015	0,00	0	-6	-11	0
3 Monats \$ Libor	0,25	0	0	2	0
Fed Funds Future, Dez 2015	0,42	-3	-23	34	0
10-jährige US Treasuries	1,75	-15	-50	-54	-43
10-jährige Bunds	0,36	-4	-24	-47	-18
10-jährige JGB	0,29	-3	-4	-17	-4
US Treas 10Y Performance	581,08	1,5%	4,9%	5,6%	4,1%
Bund 10Y Performance	589,61	0,8%	2,6%	5,4%	2,1%
REX Performance Index	473,02	0,1%	0,4%	1,8%	0,3%
Hypothekenzinsen USA	3,63	0	-20	-29	-20
IBOXX AA, €	0,77	-5	-17	-29	-12
IBOXX BBB, €	1,58	-8	-24	-28	-21
ML US High Yield	6,89	-7	-3	60	-6
JPM EMBI+, Index	695	0,8%	0,4%	-2,2%	0,5%
Wandelanleihen Exane 25	6722	0,0%	4,0%	8,2%	4,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	431,77	-1,5%	-5,1%	-11,2%	-3,5%
MG Base Metal Index	285,04	-1,9%	-6,6%	-11,1%	-6,2%
Rohöl Brent	46,71	-3,7%	-22,3%	-45,3%	-18,5%
Gold	1258,80	-3,3%	5,5%	2,4%	6,1%
Silber	18,10	-1,7%	12,4%	5,2%	14,9%
Aluminium	1839,50	-1,3%	0,3%	-7,8%	0,8%
Kupfer	5519,50	-3,1%	-13,2%	-19,7%	-13,3%
Eisenerz	65,00	-2,3%	-1,5%	-19,8%	-9,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	666	-11,3%	-14,8%	-52,3%	-14,8%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1309	-2,7%	-7,4%	-11,3%	-6,9%
EUR/ GBP	0,7516	-0,7%	-3,9%	-4,7%	-3,2%
EUR/ JPY	133,80	-2,1%	-9,0%	-2,7%	-7,9%
EUR/ CHF	1,0436	5,0%	-13,2%	-13,4%	-13,2%
USD/ JPY	117,55	-0,8%	-2,4%	8,7%	-1,8%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.