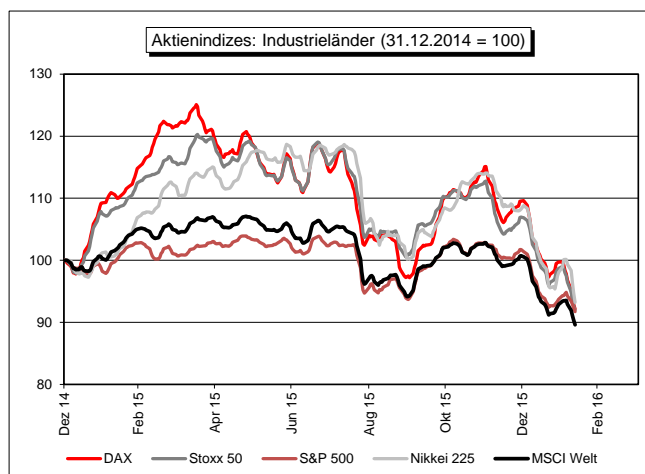


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Aktien im Sinkflug – Kommt eine neue Rezession?

Sinkende Rohstoffpreise (vor allem der Kollaps des Ölpreises), konjunkturelle Schwächetendenzen in China und in anderen Schwellenländern sowie eine Reihe von enttäuschenden Konjunkturdaten aus den USA haben die globalen Aktienmärkte seit Anfang des Jahres 2016 enorm unter Druck gesetzt. Die stärksten Kursverluste weisen die Gewinnerbörsen des vergangenen Jahres auf, nämlich Indizes aus Japan und aus der Eurozone. Neben griechischen und italienischen Aktien ist vor allem der DAX unter die Räder gekommen. In den USA haben sich der Dow Jones und der S&P 500 etwas besser halten können, während die Technologiebörse Nasdaq ebenfalls starke Verluste aufweist. Für europäische Anleger kommt allerdings noch die Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro von rund 4% seit Jahresbeginn kursmindernd hinzu. Zumindest etwas besser haben sich die Schwellenländerbörsen gehalten, wenn man von China absieht. So fallen die Minuszeichen in Lateinamerika, Osteuropa und Asien etwas geringer aus, ganz vereinzelt gibt es sogar kleine Pluszeichen, wie in Thailand oder Indonesien.



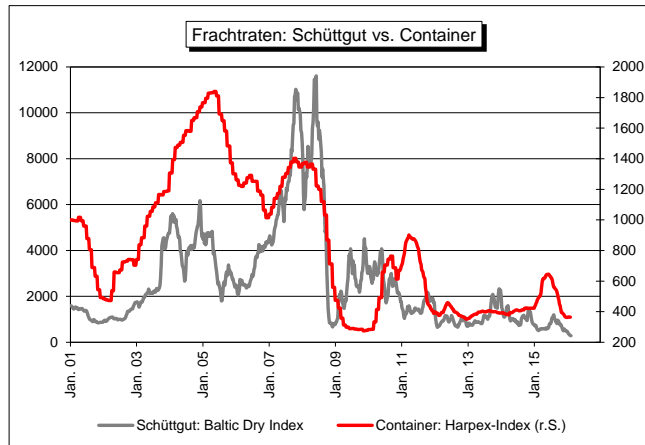
Die derzeit beherrschende Frage an den Kapitalmärkten ist, ob sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen so weit verschlechtert haben (oder dies absehbar zu erwarten ist), dass mit einem kräftigen wirtschaftlichen Abschwung oder sogar einer neuen Rezession gerechnet werden muss. Nicht wenige Marktteilnehmer ziehen Parallelen zur Situation im Jahr 2008 und befürchten eine ähnliche wirtschaftliche Entwicklung wie damals – mit vergleichbaren Auswirkungen auf die Aktienmärkte. In unserem im Dezember 2015 publizierten Ausblick für 2016 sind wir davon ausgegangen, dass ein mögliches Abgleiten in die Rezession zwar am Kapitalmarkt thematisiert werden wird, die Eintrittswahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios aber sehr gering ist. Dies war für uns der Grund, auf eine positives Aktienmarktjahr 2016 zu setzen. Ein Blick auf die Konjunkturdaten, die seit Dezember letzten Jahres veröffentlicht wurden, offenbart aber, dass diese Einschätzung Risse bekommen hat. Dennoch gibt es unseres Erachtens nach wie vor viele Argumente dafür, weshalb eine globale Rezession eher

unwahrscheinlich und der Vergleich mit 2008 irreführend ist.

Allerdings muss man konstatieren, dass es zur Zeit sehr einfach ist, ein negatives Szenario argumentativ aufzubauen. So gibt es beispielsweise im Hinblick auf China und der dortigen Wirtschaftsentwicklung viele Ungereimtheiten. Zwar fallen die offiziell veröffentlichten Daten zum Wirtschaftswachstum des vergangenen Jahres mit 6,9% immer noch ordentlich aus, selbst wenn dies der geringste Zuwachs der vergangenen 25 Jahre war. Dies ist aber bei einer immer größer werdenden Volkswirtschaft – China belegt im internationalen Vergleich mittlerweile Platz 2 nach den USA – keine ungewöhnliche Entwicklung. Allerdings lassen sich diese Zahlen anhand der für China verfügbaren Konjunkturdaten kaum nachvollziehen. So haben sich die Zuwachsraten bei den Exporten, den Investitionen, der Industrieproduktion oder auch dem Stromverbrauch deutlich abgeschwächt. Chinas Administration begründet die günstiger ausfallenden Wachstumsraten des Bruttoinlandsproduktes einerseits damit, dass die Industrie im Vergleich zu den Dienstleistungen mittlerweile einen geringeren Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung ausmache. Andererseits wird darauf hingewiesen, dass sich das Wachstum im Dienstleistungssektor beschleunigt habe. Letzteres lässt sich aber nicht wirklich mit handfesten Zahlen belegen. Außer Einkaufsmanagerindizes gibt es nämlich für diesen Sektor so gut wie keine Daten. Allerdings ist diese Diskussion nicht wirklich neu. Dass sich Chinas Wachstum abschwächt und sich diese Entwicklung auch fortsetzen wird, sollte keine Überraschung sein. Zudem haben sowohl die chinesische Notenbank als auch die Regierung begonnen, mit expansiveren geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen gegenzusteuern, doch ist all dies im Moment nicht ausreichend, um das Misstrauen gegenüber China zu beseitigen.

Auch wenn wir eine deutliche Verschlechterung der chinesischen Konjunkturperspektiven im Moment nicht erkennen können und in absehbarer Zeit auch für wenig wahrscheinlich halten, bedeutet der Transformationsprozess der dortigen Volkswirtschaft jedoch, dass die Auswirkungen auf den Welthandel und auf die Rohstoffpreise negativ zu beurteilen sind. Denn bei vielen Dienstleistungen handelt es sich klassischerweise um so genannte „Nicht-handelbare Güter“, für deren Produktion normalerweise weder Rohstoffe, noch Transportkapazitäten benötigt werden. Insofern ist es wenig überraschend, dass ein Frachtratenindex wie der Baltic Dry auf einen historischen Tiefstand gefallen ist. Auch bei den Rohstoffpreisen dürfte eine schnelle Erholung nicht zu erwarten sein. So ist China für rund die Hälfte der globalen Nachfrage bei den wichtigsten Industriemetallen verantwortlich: bei Eisenerz, Kupfer, Aluminium und Nickel. Solange die chinesische Industrieproduktion nicht wieder stärker wächst, dürften die Preise unter Druck bleiben. Für den Ölpreis spielt China dagegen eine weniger wichtige Rolle, da die globale Nachfrage gleichmäßiger verteilt ist. Noch ist aber der Angebotsüberhang bei der Rohölproduktion zu groß, um schon jetzt auf eine nachhaltige Stabilisierung der Preise zu setzen. Allerdings könnte

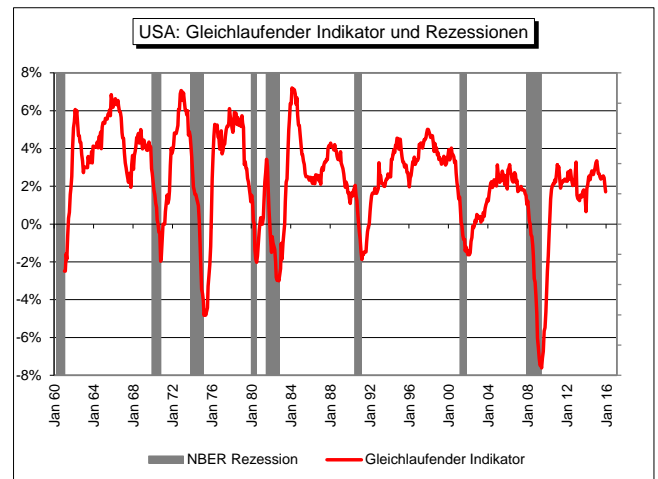
das Ölangebot sinken, wenn sich die OPEC auf eine Begrenzung der Fördermengen verständigt und/oder wenn Produzenten wegen der unzureichenden Kostendeckung Pleite gehen. Zuletzt hat es zwar erste Stabilisierungszeichen beim Ölpreis gegeben, aber nur, weil es immer wieder Gerüchte um eine bevorstehende Sitzung der OPEC gab. Doch solange hier keine Fakten geschaffen werden, ist eine schnelle Trendwende unwahrscheinlich.



Während die Probleme rund um China und deren Auswirkungen auf andere Schwellenländer und die Rohstoffpreise schon Ende des vergangenen Jahres bekannt waren, haben sich in den vergangenen Wochen vor allem in den USA und zum Teil auch in Europa und Japan die fundamentalen Rahmenbedingungen stärker als erwartet verschlechtert. Von daher haben sich die Konjunktursorgen von den Schwellenländern auf die Industrieländer übertragen. In den USA wird mittlerweile von vielen Marktteilnehmern über die Wahrscheinlichkeit einer neuen Rezession diskutiert und spekuliert. Die Kursverluste am Aktienmarkt werden dabei als Vorbote eines möglicherweise bevorstehenden wirtschaftlichen Absturzes interpretiert. Während den meisten Volkswirten zu recht vorgeworfen wird, dass sie wirtschaftliche Rezessionen fast nie rechtzeitig vorhersehen, ist es mit dem Aktienmarkt als Konjunkturbarometer genau andersherum: Der Nobelpreisträger Paul Samuelson ließ 1966 die Bemerkung fallen, dass der Aktienmarkt neun der letzten fünf Rezessionen vorhergesagt habe. Definiert man einen Aktien-Bärenmarkt als einen, bei dem die Kurse von den zwischenzeitlichen Höchstständen um 20% gesunken sind und dieser Rückgang mindestens einen Monat anhält, so gab es nach 1945 rund 13 Bärenmärkte. In sieben Fällen kam es danach innerhalb von 12 Monaten zu einer Rezession; die Trefferquote von 53% entspricht also ungefähr einem Münzwurf. Der letzte „offizielle“ Bärenmarkt begann im Juli 2008, damals folgte eine schwere Rezession fast auf dem Fuße. Derzeit ist der S&P 500 aber noch nicht im „Bärenmodus“, die Kursverluste seit dem letzten Kurshoch von Ende Mai 2015 belaufen sich auf 13%. Allein seit der letzten Rezession im Jahre 2009 hat der Aktienmarkt immer wieder scharfe Konjunkturabschwünge „ange-täuscht“, ohne dass es aber seit dem zu einer erneuten Rezession gekommen ist. So gaben die Kurse zwischen April und Juli 2010 um 16% nach (Beginn der Staatsschuldenkrise), von Mai 2011 bis Oktober 2011 gab der S&P 500 um 18% nach (europäisches Schuldendrama rund um Griechenland) und von April bis Juni 2012 rutschten die Kurse

erneut um 10% ab. Allerdings scheint es so zu sein, dass die Dauer der Kursabschwünge Auswirkungen auf die Rezessionswahrscheinlichkeit haben könnte, insofern ist die derzeitige Situation sicherlich prekärer als jede andere seit 2008.

Die schwachen US-Konjunkturdaten lassen sich auf drei verschiedene Entwicklungen zurückführen, die aber eng miteinander zusammenhängen. In besonders schwacher Verfassung präsentiert sich das verarbeitende Gewerbe. Der US-Einkaufsmanagerindex für die gesamte US-Industrie lag zuletzt bei gut 48 Punkten; Rezessionen begannen in der Vergangenheit bei einem Indexniveau von knapp 44 Punkten. Allerdings gibt es einige regionale Einkaufsmanagerindizes, die schon Rezessionsniveaus erreicht haben, beispielsweise der von der Dallas Fed oder der aus New York. Hier zeigt sich auch das erste Problem, mit dem viele US-Unternehmen derzeit zu kämpfen haben: der niedrige Ölpreis. Gerade in Texas gibt es viele Ölunternehmen, die in den letzten Jahren vom Fracking und dem hohen Ölpreis profitiert haben. Diese geraten nun erheblich unter Druck. Das zweite Problem betrifft vor allem die international agierenden (Groß-) Unternehmen: Aufgrund der starken Aufwertung des US-Dollar hat sich ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit massiv verschlechtert. Dies führt geradewegs zum dritten Problem: Die US-amerikanischen Firmen haben in den vergangenen Monaten mehr produziert als sie abgesetzt haben, sodass hohe Lagerbestände aufgebaut wurden. Diese müssen nun wieder reduziert werden, es wird zukünftig also weniger produziert werden.



Die Bereinigung der zu hohen Lagerbestände wird Zeit kosten. Schon in den vergangenen beiden Quartalen haben sich die Lagerbestandsveränderungen negativ auf das US-Wirtschaftswachstum ausgewirkt, dieser Trend wird wohl mindestens im ersten Halbjahr 2016 anhalten. Von daher reduzieren wir unsere US-Wachstumsprognose von bislang 2,2% auf 1,9%. Trotz dieser Anpassung ist eine US-Rezession somit immer noch ein sehr unwahrscheinliches Szenario – wenn auch keines, das komplett ausgeschlossen werden kann. Insbesondere der nach wie vor robuste Arbeitsmarkt, die längeren Wochenarbeitszeiten sowie die steigenden Löhne sprechen weiterhin für einen ordentlichen privaten Verbrauch. Der Gegenwind vom starken US-Dollar lässt ebenfalls deutlich nach: Im Frühjahr 2015 betrug die Aufwertung des handelsgewichteten US-Dollar

mehr als 20%; aktuell aber nur noch rund 5%. Die Sorge, dass die Schwäche der Frackingindustrie auf den Rest der US-Wirtschaft übergreift und ähnliche Auswirkungen haben könnte wie die US-Subprimekrise des Jahres 2008 halten wir ebenfalls für unbegründet. Zum einen war das ausstehende Volumen an Immobilienkrediten wesentlich höher als das der Energieunternehmen und dank der Kreativität der US-Investmentbanken zudem gehebelt und in alle Welt verteilt. Zum anderen waren in der US-Bauindustrie 2008 knapp 8 Millionen Menschen beschäftigt, während es in der gesamten US-Rohstoffindustrie keine 800.000 bzw. in der Frackingindustrie nur knapp 200.000 Beschäftigte gibt. Der vielleicht beste Rezessionsindikator für die US-Wirtschaft ist der „gleichlaufende Indikator“ des US-Forschungsinstitutes Conference Board. In der Vergangenheit war es so, dass es immer dann zu einer Rezession kam, wenn die Jahresveränderungsrate dieser Zeitreihe negativ wurde. Zuletzt lag sie bei +1,7%, also immer noch deutlich über Rezessionsniveau. Die schwächere Entwicklung gegenüber den Vormonaten ist dabei auf die Industrieproduktion zurückzuführen, bei der sich der Produktionseinbruch in der Frackingindustrie bemerkbar macht.

Wie soll man nun als Anleger mit der aktuellen Situation umgehen? Die derzeit schwachen Konjunkturdaten lassen eine erhöhte Vorsicht gegenüber risikobehafteten Anlageklassen angezeigt erscheinen. Unsere diversen Konjunkturmodelle haben sich deutlich verschlechtert, sodass wir empfohlen haben, die Aktienquote, die zu Jahresbeginn noch bei „leicht übergewichten“ stand, in zwei Schritten auf „leicht untergewichten“ zu reduzieren. Natürlich wäre es rückblickend am besten gewesen, seit Jahresbeginn gar keine Aktien im Depot zu haben. Doch die Erfahrung zeigt auch, dass ein zu starkes Variieren der taktischen Allokation meist wenig sinnvoll ist, da es fast nie gelingt, den perfekten Ein- und Ausstiegszeitpunkt zu finden. Auch Absicherungsstrategien klingen in der Theorie gut, kosten aber in der Praxis immer Geld und gehen dann zu Lasten der Gesamtperformance.

Die taktische Allokation wird auch dadurch erschwert, dass es kaum attraktive Anlagealternativen gibt. In der Vergangenheit fiel es leichter, die Aktienquote zu reduzieren, weil die Alternative der festverzinslichen Wertpapiere zumindest einigermaßen auskömmliche Kupons bot. In Zeiten, in denen die Rendite von Bundesanleihen bis zu einer Restlaufzeit von 8 Jahren negativ ist, fällt diese Alternative unserer Meinung nach weg. Gleichzeitig leiden Unternehmensanleihen, die eigentlich zur Portfoliodiversifizierung geeignet wären, unter der mittlerweile sehr eingeschränkten Liquidität. So gibt es immer weniger Handelspartner, die Anleihen auf den eigenen Büchern haben und damit ausreichend Liquidität gewährleisten. Unsere Strategie besteht von daher darin, qualitativ gute Aktien von Unternehmen mit einem nachhaltigen Geschäftsmodell und dem Fokus auf Bilanzqualität und Profitabilität auszuwählen, die auch stürmische Börsenphasen überstehen – wohl wissend, dass es auch bei diesen Aktien zeitweise zu einer unbefriedigenden Wertentwicklung kommen kann. Deswegen setzen wir derzeit verstärkt auf defensive Titel, die nicht so sehr unter den derzeitigen Konjunkturrisiken leiden sollten. Zudem

macht es unseres Erachtens Sinn, in dieser Marktphase Discountzertifikate einzusetzen, um von der höheren Volatilität an den Aktienmärkten zu profitieren. Prognosefreie Investmentstrategien, wie beispielsweise der Einsatz von Multi-Smart-Beta-Fonds, runden unsere derzeitige Anlagephilosophie ab.

Bleibt zum Schluss noch die Frage zu beantworten, welches Potenzial wir dem Aktienmarkt in diesem Jahr noch zutrauen. Da wir keinen Weltuntergang vorhersehen, gehen wir weiterhin davon aus, dass sich die Kurse im Jahresverlauf wieder erholen werden. Derzeit fehlen allerdings die Auslöser, die eine derartige Einschätzung konkret untermauern. Zwingend notwendig wären zumindest stabilere, besser noch aufwärtsgerichtete Konjunkturdaten. Denn auch wenn derzeit eine Rezession nicht von uns erwartet wird, nimmt die Wahrscheinlichkeit hierfür mit jeder negativen Wirtschaftsnachricht zu. Allerdings sollte man auch nicht übersehen, dass sich die Bewertungen der Aktienmärkte verbessert haben – ohne dass sie allerdings jetzt schon übermäßig attraktiv wären. Das gilt insbesondere für US-Aktien, bei denen das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der erwarteten Unternehmensgewinne bei etwa 15 und damit in etwa auf Höhe des langjährigen Mittelwertes liegt. Unter Bewertungsgesichtspunkten attraktiver sind dagegen deutsche und europäische Aktien. So ist das DAX-KGV auf unter 11 gesunken, das des Euro Stoxx 50 liegt bei knapp 12.

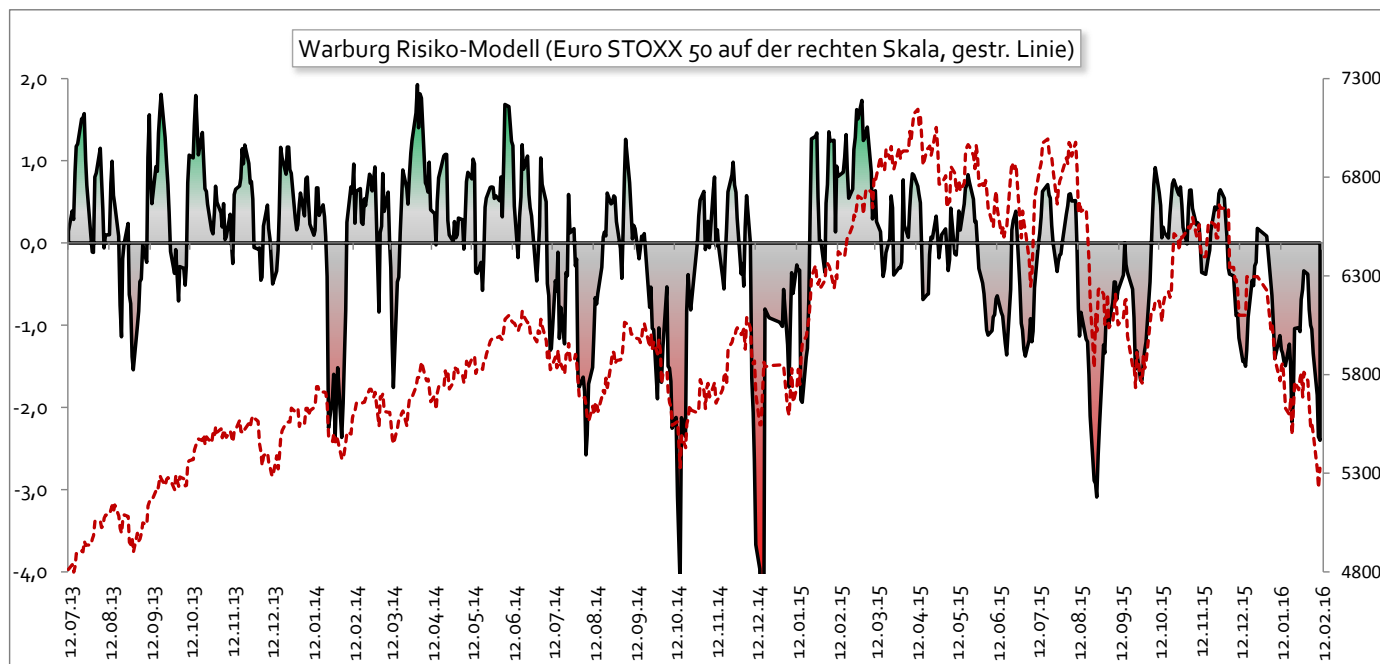
Unser Ende letzten Jahres abgeleitetes Kursziel für 2016 von 12.000 Punkten klingt angesichts der derzeitigen Marktsituation geradezu utopisch. Trotz zuletzt rückläufiger Gewinnerwartungen käme man aber unter der damals formulierten Voraussetzung eines DAX-KGVs von 13,5 immer noch auf dasselbe Kursziel. Geht man jedoch davon aus, dass die Gewinnerwartungen weiter nach unten geschraubt werden müssen und die Unternehmen bis Ende 2017 nicht 17% gegenüber Ende 2015 mehr verdienen sondern lediglich 8%, dann würde sich bei einem niedrigeren Bewertungsmultiplikator von 12,5 ein rechnerisches Kursziel von 10.500 Punkten ergeben. Dies entspräche einem Plus von fast 20% gegenüber den heutigen Kursen. Müsste man dann nicht schon heute wieder stärker in Aktien investieren? Theoretisch ja, doch was fehlt, ist der „finale“ Ausverkauf an den Märkten. Denn bislang kam es eher zu einem Kursrutsch auf Raten, ohne größere Anzeichen von Panik. Verglichen mit den Stressphasen der Jahre 2010 und 2011 sind die Volatilitätsindizes auf den S&P 500 und den DAX noch auf zu niedrigen Niveaus. Dies deutet darauf hin, dass der finale Ausverkauf erst noch kommen wird und die Kurse noch keinen Boden gefunden haben (siehe dazu auch unseren Chart der Woche). Auch wenn eine technische Gegenbewegung nach den Verlusten der jüngsten Zeit jederzeit denkbar ist, scheinen die Tiefstpreise noch nicht erreicht zu sein. Von daher halten wir unser Pulver in Form einer erhöhten Kassequote noch trocken.

Wochenausblick für die Zeit vom 15. bis 19. Februar 2016

	Sept	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	12,1	1,9	10,4	16,1	10,2	-4,0	16. Februar
D: Produzentenpreise, m/m	-0,4%	-0,4%	-0,2%	-0,5%	-0,4%		19. Februar
D: Produzentenpreise, y/y	-2,1%	-2,3%	-2,5%	-2,3%	-2,1%		19. Februar
E-19: Konsumentenvertrauen	-7,1	-7,7	-6,1	-5,7	-6,3	-6,7	19. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Wie schlecht ist die Stimmung?



Keine Frage – es gibt viele Gründe, mit denen man die aktuell zu beobachtende Anspannung am Aktienmarkt erklären kann. Neben eher schlechten Konjunkturdaten, negativen Gewinnrevisionen und einem fallenden Ölpreis sind hier auch vermutlich geopolitische Verwerfungen zu nennen. Auf der anderen Seite ist der Kursrückgang der letzten Wochen inzwischen so signifikant, dass schon aus rein technischer Sicht mit einer Korrektur zu rechnen wäre. Aber ist der Markt dafür tatsächlich schon reif? Technische Korrekturen werden in der Schlussphase einer Abwärtsbewegung am Aktienmarkt immer dann wahrscheinlich, wenn die Stimmung extrem negativ ist und mehr oder weniger alle problematischen Aspekte eingepreist sind, weil auch der letzte „Optimist“ Verkäufe vorgenommen hat. Eine solche Situation zeichnet sich dadurch aus, dass implizite Volatilitäten und Spreads von Anleihen schlechter Bonität stark steigen. Auch in Sentimentumfragen

oder in sog. Put/Call-Ratios schlägt sich eine solche „Kapitulation“ nieder. Wir haben vor einigen Jahren bei Warburg ein Modell entwickelt, in dem diese Komponenten in einem Index vereint werden. Wenn dieser Index auf extrem tiefe Niveaus fällt, ist zumindest kurzfristig ein Anstieg der Kurse wahrscheinlicher als ein weiteres Abgleiten. Der aktuelle Indexstand unseres Risikomodells ist (leider) noch nicht auf einem Niveau angekommen, welches eine komplette Kapitulation anzeigt. Dafür müsste die Stimmung noch einige weitere Tage auf dem aktuell düsteren Niveau verbleiben. Fakt ist aber auch, dass nun mit jedem Tag eine zumindest temporäre Bodenbildung wahrscheinlicher wird. Ob das dann tatsächlich auch schon der Tiefpunkt in diesem Marktzyklus ist, hängt jedoch nicht unwesentlich von der laufenden Berichtssaison und der Geldpolitik der Notenbanken ab.

	Stand 11.02.2016	Veränderung zum			
		04.02.2016 -1 Woche	08.01.2016 -1 Monat	10.11.2015 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	15581	-5,1%	-4,7%	-12,3%	-10,6%
S&P 500	1816	-5,2%	-5,5%	-12,7%	-11,1%
Nasdaq	4284	-5,0%	-7,8%	-15,7%	-14,5%
DAX	8753	-6,8%	-11,1%	-19,2%	-18,5%
MDAX	17595	-6,7%	-8,9%	-16,3%	-15,3%
TecDAX	1485	-8,8%	-13,9%	-18,2%	-18,9%
EuroStoxx 50	2688	-7,5%	-11,4%	-21,5%	-17,7%
Stoxx 50	2573	-7,1%	-10,9%	-20,3%	-17,0%
SMI (Swiss Market Index)	7497	-6,3%	-9,2%	-15,3%	-15,0%
Nikkei 225	15713	-7,8%	-11,2%	-20,1%	-17,4%
Brasilien BOVESPA	39383	-3,5%	-3,0%	-14,8%	-9,2%
Russland RTS	671	-9,1%	-8,9%	-21,4%	-11,3%
Indien BSE 30	22952	-5,7%	-8,0%	-10,8%	-12,1%
China Shanghai Composite	2764	-0,6%	-13,3%	-24,1%	-21,9%
MSCI Welt (in €)	1487	-5,4%	-9,0%	-17,1%	-14,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	731	-2,6%	-5,7%	-17,4%	-11,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,43	191	577	936	751
Bobl-Future	132,93	49	167	348	226
Schatz-Future	111,92	10	30	38	41
3 Monats Euribor	-0,18	-1	-3	-10	-4
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,32	2	-9	-13	0
3 Monats \$ Libor	0,62	0	0	26	0
Fed Funds Future, Dez 2016	0,45	-5	-30	-37	0
10-jährige US Treasuries	1,59	-27	-52	-74	-68
10-jährige Bunds	0,18	-13	-33	-44	-45
10-jährige JGB	0,02	-5	-22	-30	-24
US Treas 10Y Performance	594,23	1,4%	3,8%	6,1%	5,3%
Bund 10Y Performance	603,99	0,6%	3,2%	4,3%	4,3%
REX Performance Index	484,20	0,6%	1,7%	2,1%	2,1%
Hypothekenzinsen USA	3,72	0	-25	-15	-29
IBOXX AA, €	1,07	-1	-16	-19	-22
IBOXX BBB, €	2,38	6	11	23	11
ML US High Yield	9,90	39	88	192	101
JPM EMBI+, Index	705	-0,6%	0,3%	-0,7%	0,1%
Wandelanleihen Exane 25	6393	0,0%	-5,4%	-8,7%	-8,1%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	363,68	-1,9%	-2,2%	-6,1%	-4,1%
MG Base Metal Index	228,26	-2,4%	2,9%	-3,4%	-1,7%
Rohöl Brent	28,85	-15,3%	-12,9%	-38,7%	-21,0%
Gold	1255,20	8,8%	13,8%	15,1%	18,1%
Silber	15,25	2,4%	8,6%	5,6%	10,1%
Aluminium	1481,50	-3,5%	-0,4%	-1,0%	-1,2%
Kupfer	4450,00	-5,2%	-0,7%	-9,9%	-5,4%
Eisenerz	44,80	0,0%	7,2%	-6,7%	2,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	290	-2,7%	-32,4%	-53,4%	-39,3%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1369	1,5%	4,7%	6,1%	4,4%
EUR/ GBP	0,7865	2,7%	4,9%	11,1%	6,7%
EUR/ JPY	126,87	-3,5%	-1,3%	-3,9%	-3,2%
EUR/ CHF	1,1029	-1,3%	1,6%	2,5%	1,8%
USD/ CNY	6,5710	0,1%	-0,4%	3,3%	1,2%
USD/ JPY	113,35	-2,9%	-3,5%	-8,0%	-5,8%

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
Dr. 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. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist 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 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 und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. 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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.