

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Kräftige Gewinne am Aktien- und Rentenmarkt: Die beste aller Welten?

Derzeit mutet es beinahe so an, als ob am Aktien- und am Rentenmarkt täglich neue Rekorde verzeichnet würden. Gestern knackte der Deutsche Leitindex DAX erstmals die Marke von 11.800 Punkten und erreichte damit ein vorläufiges Allzeit-Hoch. Seit Jahresbeginn beläuft sich das Plus im DAX somit auf ansehnliche 20,4%. Nur unwesentlich schlechter entwickelte sich der Aktienmarkt in Europa: So verzeichnete der Euro Stoxx 50 ein kräftiges Plus von 16,0%, der breite Aktienindex Stoxx 600 legte um 15,5% zu. Die Ertragsersparungen der meisten Aktienanleger dürften damit bereits mehr als erfüllt sein, nach nicht einmal drei abgelaufenen Monaten.

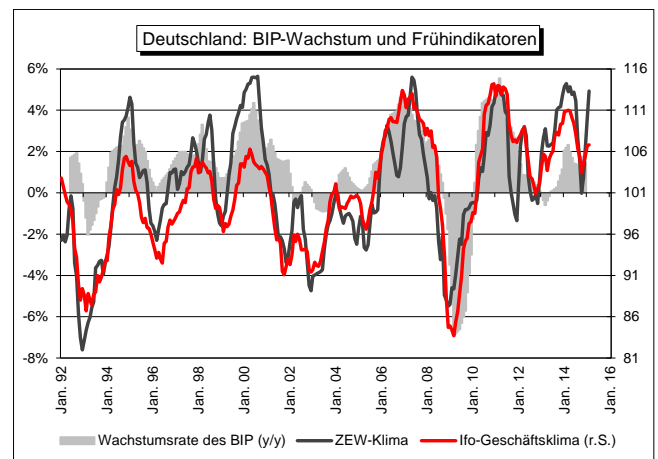
In diesem positiven Aktienmarktumfeld fiel die Rendite für 10-jährige Bundesanleihen auf ein neues Allzeit-Tief von nur noch 0,2%, Titel mit Restlaufzeiten von bis zu sieben Jahren weisen derzeit eine negative Rendite auf. Für Anleger, die in langlaufenden Staatsanleihen investiert sind, waren demnach auch am Rentenmarkt seit Jahresbeginn deutliche Gewinne zu erzielen: Bei Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren liegt das Plus bislang bei 3,6%, italienische Papiere derselben Laufzeit gewannen 7,5%. Wer – wie von uns empfohlen – noch längere Restlaufzeiten ins Portfolio beigemischt hatte, konnte eine ähnlich gute oder sogar noch bessere Wertentwicklung als am Aktienmarkt erzielen: 30-jährige Bundesanleihen liegen seit Jahresbeginn um 17,5% vorn, italienische Staatsanleihen gewannen bis gestern Abend 25,9% an Wert.

Dieser auf den ersten Blick ausschließlich positive Eindruck wird jedoch etwas getrübt, wenn man den Blick auf die Entwicklung außerhalb Europas richtet. So verzeichneten US-Aktien seit Jahresbeginn zwar ebenfalls ein kräftiges Plus (S&P 500 13,4%, NASDAQ Composite 17,2%), allerdings nur aus der Sicht eines europäischen Anlegers. In US-Dollar gerechnet notiert der S&P 500 seit Jahresbeginn um 0,9% schwächer, an der Technologiebörse NASDAQ gab es lediglich ein kleines Plus von 2,4%. Die positive Euro-Performance ist demnach zum weitaus größten Teil auf Wechselkurseffekte zurückzuführen. In den Schwellenländern entwickelten sich die Börsen ebenfalls deutlich weniger positiv als in Europa, mit Ausnahme von Brasilien waren jedoch immerhin Kursgewinne zu verzeichnen (Brasilien Bovespa: -2,2%, Russland RTS: 7,2%, Indien SENSEX: 4,2%, China SSE Composite: 1,7%; jeweils in Euro).

Auch am Rentenmarkt stellt sich die Situation zumindest etwas anders dar als in Europa: In den USA liegen die Renditen für 10-jährige Staatsanleihen bei 2,1% und damit nur unwesentlich niedriger als zu Jahresbeginn und vor allem deutlich höher als in allen Euro-Ländern (mit der Ausnahme Griechenlands). In den Schwellenländern haben die Notenbanken die Zinsen seit Jahresbeginn mehrheitlich gesenkt, zum Beispiel in Indien, Indonesien, China, Thailand und der Türkei. Dessen ungeachtet sind die Renditen für Schwellenländeranleihen im Mittel jedoch etwas angesiegen (gemessen am EMBI+ von 6,0% Ende 2014 auf

zuletzt 6,2%). Dies ist aus unserer Sicht darauf zurückzuführen, dass die Risikoprämien für einige Schwellenländer seit Jahresbeginn zugenommen haben.

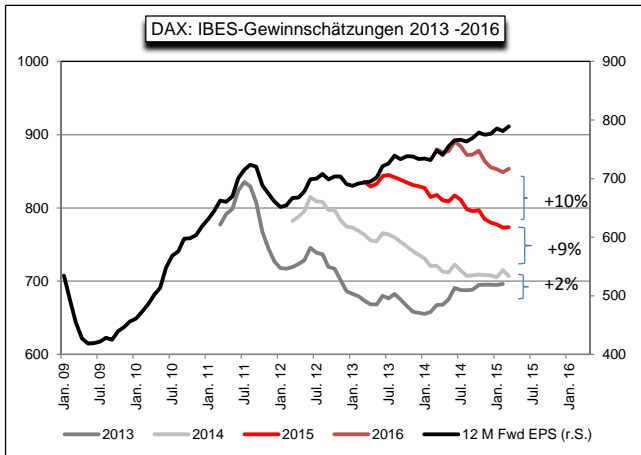
Schon diese Zahlen zeigen, dass der positive Blick auf die Märkte, der derzeit von vielen Berichterstattern gezeichnet wird, vor allem von der Entwicklung an den europäischen Kapitalmärkten geprägt ist. Und bei diesen sehen wir – trotz der bereits beeindruckenden Wertentwicklung seit Jahresbeginn – Potenzial für weitere Kursgewinne. Bezüglich des Aktienmarktes gibt es in Europa eine Ansammlung von Faktoren, die wir schon in unserem Jahresausblick 2015 als Begründung für steigende Notierungen angeführt hatten, wie den niedrigen Ölpreis, den schwachen Euro und die nochmals expansivere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. All diese Argumente sprechen weiterhin für Aktien, zumal der Euro seit Jahresende 2014 nochmals kräftig abgewertet hat.



Darüber hinaus mehren sich die Anzeichen dafür, dass die deutsche und die europäische Wirtschaft immer mehr an Dynamik gewinnen und der Kreditzyklus allmählich wieder in Gang kommt. Unsere Wachstumsprognose für das deutsche Bruttoinlandsprodukt haben wir bereits nach oben revidiert, weil sich die Datenlage gegenüber 2014 bereits deutlich und aus unserer Sicht auch nachhaltig verbessert hat. Auch in vielen anderen Ländern der Eurozone zeigten die Frühindikatoren zuletzt, dass sich die Perspektiven für 2015 aufgehellt haben. Vor diesem Hintergrund hat die Europäische Zentralbank ihre Wachstumsprognose für die Eurozone zuletzt von vormals 1,0% auf jetzt 1,5% angehoben. Auch wir sind derzeit dabei, unsere Prognose für die Eurozone zu überarbeiten; die noch bestehende Erwartung erscheinen mit einem realen BIP-Wachstum von 1,1% im laufenden Jahr zunehmend zu konservativ.

Letztlich dürften die Unternehmensgewinne in Europa von den oben genannten Faktoren profitieren. Bei den Gewinnsschätzungen für die deutschen Unternehmen könnte sich dies bereits heute in den Zahlen abzeichnen: Die DAX-Gewinnschätzungen für das Jahr 2015 sind zuletzt nicht mehr weiter gefallen, und für 2016 wurden die EPS-Schätzungen jüngst sogar leicht angehoben. Bislang handelt es sich dabei noch nicht um eine bestätigte Trendwende zum Besseren. Grundsätzlich wären steigende Unterneh-

mensgewinne in einem Umfeld mit besseren Konjunkturdaten, deutlicher Unterstützung durch den schwachen Euro sowie den niedrigeren Ölpreis aus unserer Sicht jedoch grundsätzlich wahrscheinlich.



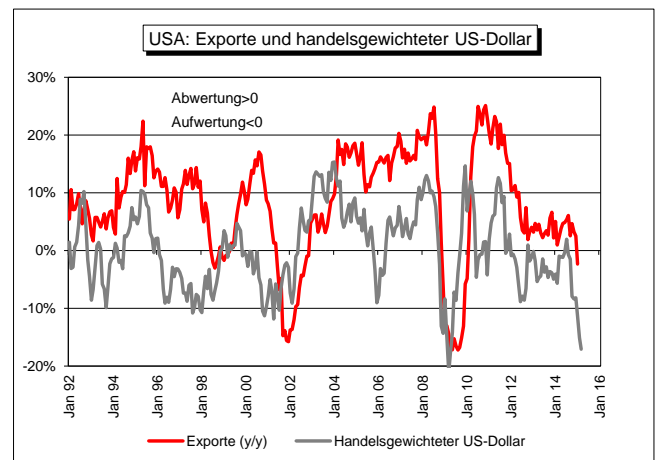
Einen besonders ausgeprägten und von der Breite des Marktes getragenen Gewinnanstieg erwarten wir allerdings zunächst nicht. Denn den genannten positiven Faktoren steht entgegen, dass es in einigen Bereichen der Wirtschaft nach wie vor einen Angebotsüberhang gibt. Darauf deuten unter anderem die schwachen bzw. rückläufigen Preise sowohl bei den Verbrauchern als auch bei den Produzenten hin. Insbesondere bei den rückläufigen Preisen für die Produzenten handelt es sich nicht nur um ein europäisches Phänomen; auch in vielen Schwellenländern sind die Erzeugerpreise gefallen. Wir werten dies als ein Zeichen dafür, dass die Kapazitäten international nicht vollständig ausgelastet sind und der Preiswettbewerb in vielen Bereichen hart geführt wird. Zumindest für handelbare Güter und Dienstleistungen erscheint uns der Spielraum für Preiserhöhungen daher recht eng. Vor diesem Hintergrund haben wir an dieser Stelle bereits mehrfach dazu geraten, in der Aktienselektion das Kriterium Preissetzungsmacht bzw. Wettbewerbsqualität noch stärker als üblich zu berücksichtigen.

Auch unter Portfolioaspekten sehen wir für den europäischen Aktienmarkt weiterhin Potenzial. Besonders im Bereich der deutschen Privatanleger ist das Anlageverhalten im derzeitigen Umfeld wenig aussichtsreich: Mehr als 60% des liquiden Vermögens befinden sich in niedrig oder unverzinslichen Anlageformen wie Bargeld, Termin- und Spareinlagen. Direkte Aktienanlagen machen dagegen nach Berechnungen der Bundesbank nur 8% aus, weitere 15% des Vermögens liegen in Fonds, die zumindest anteilig in Aktien investiert sein dürften. Wir erwarten, dass Privatanleger vor dem Hintergrund anhaltend niedriger Zinsen mehr Aktien kaufen werden, und der Anteil an Aktien und Fonds am liquiden Vermögen folglich ansteigen wird.

Bei den institutionellen Anlegern rechnen wir ebenfalls mit weiteren strategischen Umschichtungen in Richtung Aktien. Kurzfristig ist das Ende der Fahnenstange am europäischen Rentenmarkt zwar noch nicht erreicht, schließlich kauft die Europäische Zentralbank derzeit Anleihen in einem Gesamtvolumen von 60 Milliarden Euro im Monat – und die letzten Umfragen unter Investoren ergaben überein-

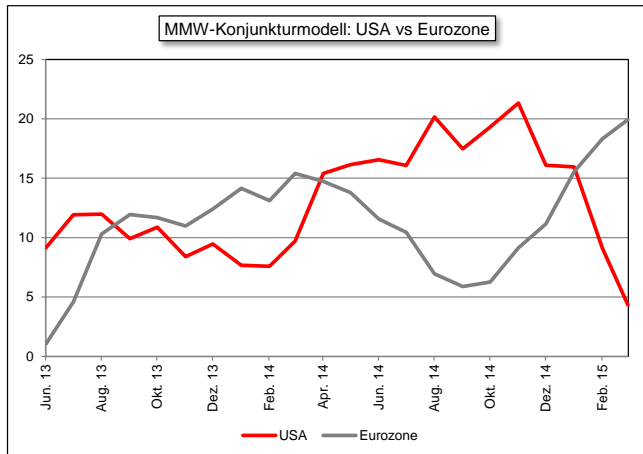
stimmend, dass nur wenige beabsichtigen, ihre Anleihebestände zu verkaufen. Wir vertreten daher die Ansicht, dass trotz des bereits bedenklich niedrigen Zinsniveaus bei Staatsanleihen in den kommenden Wochen noch weiter fallende Renditen möglich sind, vor allem bei den langen Restlaufzeiten. Für den Renteninvestor besteht damit zumindest auf Sicht die Möglichkeit noch weiterer, kräftiger Kursgewinne. Die mittel- bis langfristigen Aussichten für Renteninvestoren sind allerdings düster: Um bis zur Endfälligkeit noch Renditen von mehr als 2% zu erreichen, müssen Anleger Staatsanleihen aus Italien oder Spanien mit Laufzeiten von 30 Jahren oder portugiesische Staatsanleihen mit Restlaufzeiten von mindestens 15 Jahren erwerben. Wir beobachten vor diesem Hintergrund bereits seit einiger Zeit, dass auch sehr konservative Investoren ihren Aktienanteil sukzessive erhöhen. Der Trend zu mehr Aktien wird sich unseres Erachtens 2015 nochmals verstärken.

In den USA erscheinen die Perspektiven für den Aktienmarkt dagegen nicht ganz so ungetrübt wie in Europa. Wir hatten bereits Ende 2014 in dieser Publikation dargelegt, dass die US-Unternehmen letztlich unter dem starken Greenback leiden werden, der zu diesem Zeitpunkt bei 1,24 notierte. Seither hat der US-Dollar weiter an Wert gewonnen, allein seit Jahresbeginn verlor der Euro nochmals 12,9% an Wert. Einige Unternehmen aus den USA haben bereits berichtet, dass die Gewinne aufgrund von Währungseffekten niedriger ausgefallen sind oder sich ihr Ausblick verschlechtert habe.

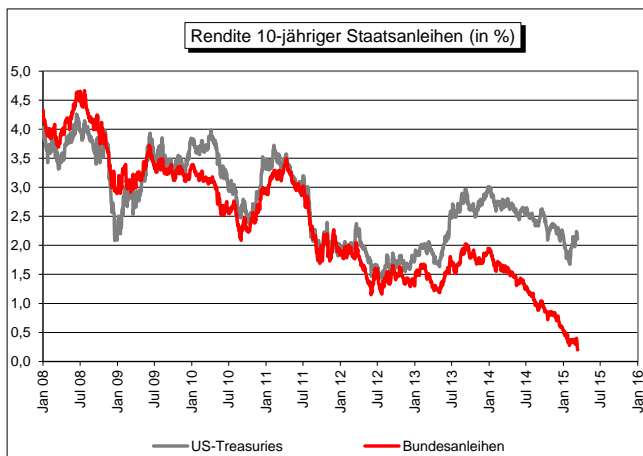


Natürlich lässt sich argumentieren, dass die US-Dollar-Stärke nur ein Spiegelbild der guten Verfassung der US-Wirtschaft ist. Belege dafür lassen sich einige finden. So hat die Beschäftigung ein neues Rekordhoch erreicht. Und die Arbeitslosenquote ist zuletzt auf ein Niveau gefallen, das früher mit Vollbeschäftigung gleichgesetzt wurde. Und nicht zuletzt: Die US-Notenbank könnte vor diesem Hintergrund bereits im Sommer 2015 den Leitzins anheben, was letztlich ebenfalls als Zeichen der wirtschaftlichen Stärke zu sehen wäre. Doch bei weitem nicht alle Konjunkturdaten aus den USA haben zuletzt überzeugen können: So sind die regionalen Einkaufsmanagerindizes aus Philadelphia und Chicago zuletzt gefallen und im verarbeitenden Gewerbe setzte sich der Abwärtstrend des Einkaufsmanagerindex fort. Die Werte selbst fallen für die USA allerdings nach wie vor positiv aus und deuten auf ein anhaltendes Wachstum hin. Und möglicherweise ist ein Teil der

jüngsten Schwäche bei den Indikatoren auch auf witterungsbedingte Effekte zurückzuführen. Wir sehen daher aktuell keinen Anlass, unser grundsätzlich positives Konjunkturszenario für die USA zu überdenken. Doch die Abwärtsrisiken haben zugenommen: Unsere Konjunkturmotive zeigten zuletzt übereinstimmend, dass die US-Konjunkturdynamik deutlich abgenommen hat und der Aufwärtstrend anders als in Europa nicht mehr fortgesetzt werden konnte.

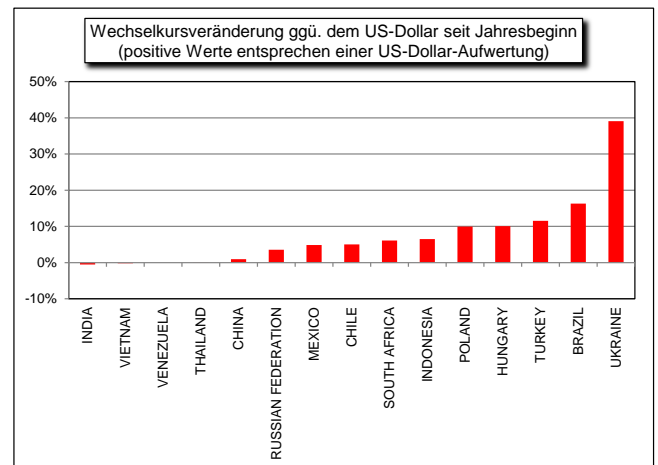


Zudem halten wir US-Aktien, im Gegensatz zu ihren europäischen Pendanten, mittlerweile für anspruchsvoll bewertet. So liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 nach I/B/E/S Kalkulationen bei 17,1, das Preis-Buchwert-Verhältnis bei 2,5 und die Dividendenrendite nur noch bei 2,3%. Dies vergleicht sich mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15,8 beim Stoxx 600 sowie einem Preis-Buchwert-Verhältnis von 1,8 und einer Dividendenrendite von 3,7%. Spätestens wenn die Fed tatsächlich die Zinsen anhebt, könnte die Rendite für 10-jährige US-Treasuries wieder über die Dividendenrendite des S&P 500 ansteigen. Wir halten das Bewertungsniveau am US-Aktienmarkt daher auch gegenüber dem Rentenmarkt nicht mehr für uneingeschränkt günstig. Vor diesem Hintergrund sehen wir das größere Kurspotenzial 2015 klar am europäischen Aktienmarkt, während der US-Aktienmarkt unseres Erachtens lediglich moderate Ertragsperspektiven sowie das etwas größere zwischenzeitliche Rückschlagpotenzial aufweist.



Am US-Rentenmarkt liegen die Renditen über alle Laufzeiten hinweg höher als in Europa. Wir halten eine Seitwärtsbewegung bei den langlaufenden US-Anleihen in den kommenden Monaten für wahrscheinlich. Die Fed wird zwar im Laufe des Jahres 2015 den Leitzins erstmals anheben. Die Zinsanhebungen könnten jedoch mit dem Bekenntnis verbunden sein, dass der Leitzins nur langsam ansteigen wird. Sollte dieses Szenario zutreffen, dann wäre bis zum Jahresende höchstens ein leichter Renditeanstieg bei den 10-jährigen Treasuries zu erwarten. Alles in allem ist es für Investoren damit aber deutlich attraktiver, zunächst auf einen weiteren Renditerückgang in Europa zu setzen.

Was die Anlageregion der Schwellenländer angeht, haben wir bereits in unserem Rentenmonitor dazu geraten, breite Schwellenländer-Renten-Investments mit erhöhter Wachstumsrate zu verfolgen. Auch auf der Aktienseite stellt sich das Bild derzeit gemischt dar. Die zuletzt veröffentlichten OECD-Frühindikatoren haben sich für Indien, Brasilien und China zwar marginal verbessert (Russland hat sich gegenüber dem Vormonat verschlechtert), doch die Daten zeigen auch, dass die Schwellenländer nach wie vor unter ihrem Potenzialwachstum bleiben. Darüber hinaus ist es für einige Schwellenländer problematisch, wenn die Zinsen in den USA tatsächlich steigen sollten. Bereits die Diskussion um eine Ende der „Quantitativen Lockerung“ in den USA hatte dazu geführt, dass einige Schwellenländerwährungen gegenüber dem US-Dollar massiv unter Druck geraten sind. Dies kann zu Kapitalabflüssen führen. Aktieninvestoren drohen dann hohe Verluste, da sie sowohl unter dem schwachen Aktienmarkt als auch unter der schwächeren Währung des Schwellenlandes leiden.



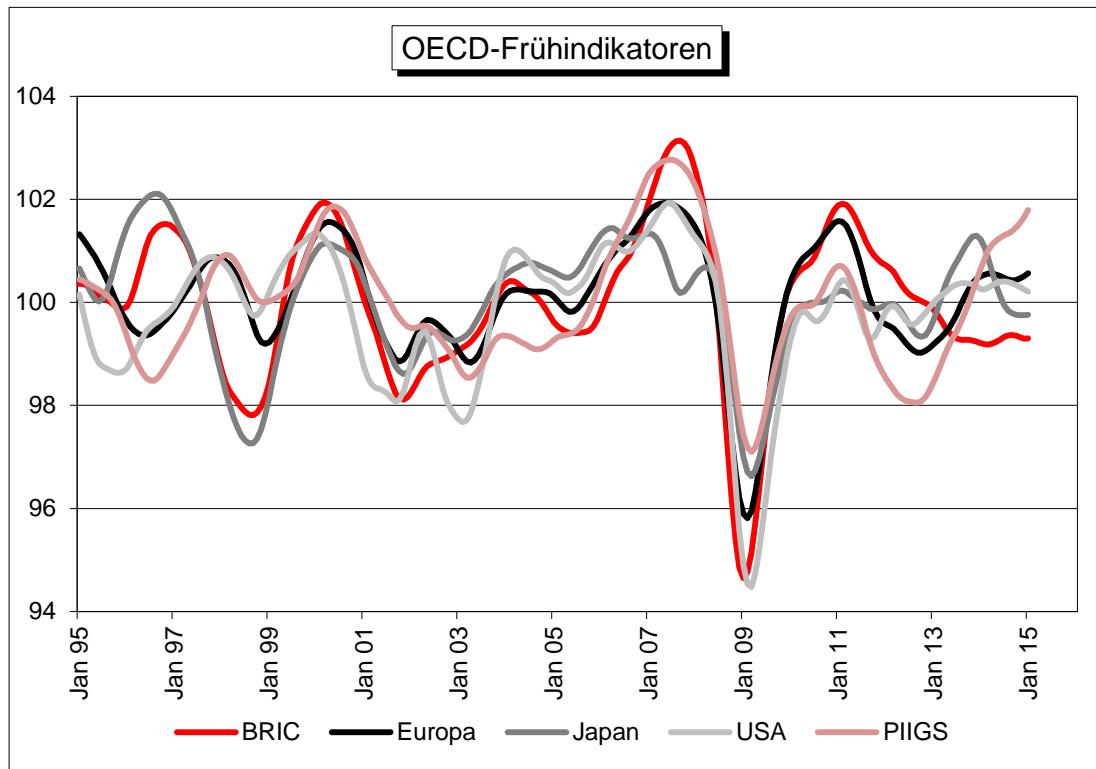
Schon Mitte 2013 hatten besonders Brasilien, die Türkei, Südafrika und Indonesien unter Kapitalabflüssen und höherer Unsicherheit zu leiden. Selbst der Internationale Währungsfonds warnte, dass dies ein Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft darstellen könnte. Ein Blick auf die Wechselkurse der wichtigsten Schwellenländer zum US-Dollar zeigt, dass dieses Thema auch 2015 scheinbar nicht vom Tisch ist. Investoren sollten dies sowohl bei der Aktien-, als auch bei der Rentenselektion berücksichtigen und besonders Anlagen in den betroffenen Ländern kritisch unter die Lupe nehmen.

Wochenausblick für die Zeit vom 16. bis 20. März 2015

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-3,6	11,5	34,9	48,4	53,0	68,0	17. März
D: ZEW Konjunkturlage	3,2	3,3	10,0	22,4	45,5	52,0	17. März
D: Produzentenpreise, m/m	-0,2%	0,0%	-0,7%	-0,6%	0,9%		20. März
D: Produzentenpreise, y/y	-1,0%	-0,9%	-1,7%	-2,2%	-1,3%		20. März
E-19: Konsumentenpreise, m/m	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-1,6%	0,7%		17. März
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,4%	0,3%	-0,2%	-0,6%	-0,3%		17. März
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%		17. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: OECD-Frühindikatoren signalisieren verbessertes Konjunkturmumfeld



Die jüngst veröffentlichten OECD-Frühindikatoren für den Monat Januar signalisieren, dass sich das globale Konjunkturmumfeld leicht verbessert hat. Insbesondere in der Eurozone scheinen sich die wirtschaftlichen Perspektiven aufzuhellen. Das gilt zum einen für die Länder in der europäischen Peripherie, zum anderen aber auch für Kerneuropa. Vor allem in Frankreich und Italien hat sich der Frühindikator deutlich verbessert und deutet darauf hin, dass zukünftig in beiden Volkswirtschaften mit einem etwas kräftigeren Wachstum zu rechnen sein könnte. Da auch die deutsche Wirtschaft derzeit ordentlich Fahrt aufnimmt, könnte das Wirtschaftswachstum in der Eurozone in diesem Jahr positiv überraschen, sofern

nicht – wie im letzten Jahr – geopolitische Risiken Bremsspurten hinterlassen. Demgegenüber haben sich die Konjunkturperspektiven für die USA etwas eingetrübt, ohne dass man bislang von einer deutlichen Abschwächung ausgehen muss. Nichtsdestotrotz gibt es viele widersprüchliche Signale für die US-Notenbank, so dass die Frage, wann die erste Zinserhöhung kommt (schon im Sommer oder doch erst später) noch nicht abschließend zu beantworten ist. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Fed kein Risiko eingehen will, die US-amerikanische Wirtschaft zu früh abzubremesen, so dass wir auf einen späteren Termin setzen.

## Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	12.03.2015 17:37	05.03.2015 -1 Woche	11.02.2015 -1 Monat	11.12.2014 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17820	-1,7%	-0,2%	1,3%	0,0%
S&P 500	2059	-2,0%	-0,5%	1,2%	0,0%
Nasdaq	4850	-2,7%	1,0%	3,0%	2,4%
DAX	11799	2,6%	9,7%	19,6%	20,3%
MDAX	20682	2,2%	9,6%	24,2%	22,1%
TecDAX	1643	3,3%	9,2%	21,5%	19,8%
EuroStoxx 50	3641	0,6%	7,9%	15,2%	15,7%
Stoxx 50	3407	0,0%	4,9%	13,9%	13,4%
SMI (Swiss Market Index)	9128	1,0%	6,4%	0,8%	1,6%
Nikkei 225	18991	1,3%	7,6%	10,0%	8,8%
Brasilien BOVESPA	49227	-2,3%	2,0%	-1,3%	-1,6%
Russland RTS	859	-5,8%	3,2%	4,3%	8,7%
Indien BSE 30	28930	-1,8%	1,4%	4,8%	5,2%
China Shanghai Composite	3349	3,1%	6,1%	14,5%	3,5%
MSCI Welt (in €)	1711	1,3%	6,1%	18,1%	14,6%
MSCI Emerging Markets (in €)	943	1,1%	4,7%	16,9%	13,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	158,05	-94	-56	399	218
Bobl-Future	129,36	-165	-161	-33	-92
Schatz-Future	111,20	-3	-11	26	11
3 Monats Euribor	0,03	-1	-2	-5	-5
3M Euribor Future, Dez 2015	-0,01	-2	-5	-9	0
3 Monats \$ Libor	0,27	1	1	3	1
Fed Funds Future, Dez 2015	0,55	5	-2	44	0
10-jährige US Treasuries	2,09	-2	10	-9	-9
10-jährige Bunds	0,25	-11	-11	-43	-29
10-jährige JGB	0,38	0	-1	-3	5
US Treas 10Y Performance	562,83	0,0%	-1,0%	1,0%	0,9%
Bund 10Y Performance	598,52	1,5%	1,5%	5,0%	3,6%
REX Performance Index	474,97	0,5%	0,4%	1,1%	0,7%
Hypothekenzinsen USA	3,75	0	16	-18	-8
IBOXX AA, €	0,70	-7	-5	-27	-19
IBOXX BBB, €	1,29	-5	-21	-55	-50
ML US High Yield	6,58	13	-4	-53	-37
JPM EMBI+, Index	691	-1,1%	-0,1%	0,5%	-0,2%
Wandelanleihen Exane 25	6880	0,0%	2,6%	7,5%	6,5%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	416,99	-2,3%	-3,3%	-11,0%	-6,8%
MG Base Metal Index	284,36	-0,6%	-0,6%	-10,1%	-6,4%
Rohöl Brent	56,63	-6,1%	-1,1%	-12,9%	-1,2%
Gold	1150,20	-4,7%	-6,0%	-6,0%	-3,0%
Silber	15,39	-5,3%	-8,9%	-10,2%	-2,3%
Aluminium	1733,25	-3,0%	-3,8%	-10,1%	-5,0%
Kupfer	5754,50	-1,8%	2,6%	-11,7%	-9,6%
Eisenerz	58,00	-7,2%	-8,7%	-15,9%	-19,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	565	0,7%	2,2%	-36,3%	-27,7%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,0597	-4,3%	-6,3%	-14,7%	-12,7%
EUR/ GBP	0,7116	-1,7%	-3,9%	-9,8%	-8,3%
EUR/ JPY	128,54	-3,4%	-5,1%	-12,7%	-11,5%
EUR/ CHF	1,0648	-0,5%	1,7%	-11,4%	-11,4%
USD/ JPY	121,45	1,1%	0,8%	2,3%	1,5%

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. 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.