



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

17. Dezember 2020

### Ausblick 2021: Die Zusammenfassung

Wer sich im Januar dieses Jahres schlafen gelegt hat und nun wieder aus dem Tiefschlaf erwacht, würde beim Blick auf Aktienindizes und Portfoliostände nicht vermuten, dass 2020 ein ganz außergewöhnliches Jahr war. Kaum zu glauben, dass am Ende eines Jahres, das durch den stärksten temporären Wirtschaftseinbruch der letzten Jahrzehnte geprägt war, so viele Aktienindizes oberhalb ihrer Jahresendstände von 2019 notieren. Möglich gemacht wurde dies durch eine expansive Geld- und Fiskalpolitik, die ein Ausmaß erreicht hat wie nie zuvor.

Das Jahr 2020 zeigt dementsprechend auch die Limitationen von Jahresausblicken auf: Exogene Schocks wie eine Pandemie können unmöglich antizipiert werden; ähnliches gilt für den Einsatz sehr atypischer fiskal- und geldpolitischer Instrumente. Daher ist immer auch ein wenig Demut gefragt, wenn es um Jahresausblicke geht. Trotzdem haben wir uns auch in diesem Jahr viel Mühe gemacht, Antworten auf die Frage zu finden, was uns im Jahr 2021 erwarten könnte.

Denn auch wenn Märkte einem selten den Gefallen tun, sich genauso zu entwickeln, wie es die Szenarien erwarten lassen: Eine tiefgreifende Beschäftigung mit möglichen Szenarien ist unerlässlich, um eine solide Basis für die Einschätzung der aktuellen Entwicklungen zu haben. In den letzten Wochen haben wir in mehreren Ausgaben von Konjunktur & Strategie zu verschiedenen Themenbereichen ausführlich Stellung genommen. In der heutigen Ausgabe finden sie nochmals die Zusammenfassung dieser Überlegungen.

**Makroökonomisch** sollte 2021 zum Jahr des „V“ werden: 1. Ein dynamischer und sich selbst verstärkender wirtschaftlicher Aufschwung, in dem der wirtschaftliche Schaden, der 2020 angerichtet wurde, in den meisten Ländern komplett oder zumindest nahezu aufgeholt wird somit tatsächlich „V“-förmig verläuft. 2. Ausgelöst wird dieser durch „viel geld- und fiskalpolitischen Rückenwind, der 2021 anhalten wird. 3. Unterstützt wird er durch einen Impfstoff („V“-accine), der hoffentlich dazu beiträgt, das Coronavirus zu besiegen („V“-ictory!).

Im nächsten Jahr wird es – und das ist eher untypisch, aber in diesem Fall sehr positiv - zu einem synchron verlaufenden Aufschwung in den Industrie- und **Schwel­län­dern** kommen. Letztere wurden mit Ausnahme Chinas 2020 wirtschaftlich besonders schwer in Mitleiden­schaft gezogen. Dies lag unter anderem daran, dass es Länder wie Indien, Südafrika, Mexiko und Brasilien lange Zeit nicht geschafft haben, die Ausbreitung von Covid-19 wirkungsvoll zu unterbinden. Vor allem **China** ist aber auch im nächsten Jahr ein Garant für eine positive wirtschaftliche Entwicklung. Mit täglichen Neuinfektionen von zuletzt etwa 50 Personen hat sich das wirtschaftliche Leben in den letzten Monaten fast vollständig normalisiert. Es ist fast eine Ironie des Schicksals, dass China damit gestärkt aus der Coronakrise hervorgeht und den wirtschaftlichen Abstand zu den USA schneller verkürzt hat als es sonst der Fall gewesen wäre. Die chinesische Industrieproduktion ist seit dem Sommer stark gewachsen und damit zum Motor der Konjunkturerholung

geworden. Die positive Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes zeigt, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Hinzu kommt, dass die heimische Nachfrage noch Nachholpotenzial hat. So liegen die Einzelhandelsumsätze nur um gut vier Prozent über dem Vorjahresniveau, während es vor der Krise gut acht Prozent waren. Von daher rechnen wir für 2021 mit einem Wirtschaftswachstum von 9,5 Prozent (IWF: 8,2 Prozent), wovon Deutschland als Exportnation besonders profitieren wird.

Die **USA** werden im nächsten Jahr ebenfalls einen kräftigen Wirtschaftsaufschwung erleben. Neben der anhaltend expansiven Geldpolitik, für die die US-Notenbank sogar noch vor Weihnachten zusätzliche Maßnahmen beschließen könnte, sind auch von der Fiskalpolitik erneut starke Impulse zu erwarten. Trotz der deutlich gestiegenen Arbeitslosigkeit ist auch die finanzielle Situation der US-Haushalte wesentlich solider als es während der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/2009 der Fall war: Der Durchschnittsamerikaner hat wesentlich weniger Schulden, für die er zudem noch eine deutlich geringere Zinsbelastung zu tragen hat. Mit den wärmeren Temperaturen und der zunehmenden Verfügbarkeit eines Impfstoffes wird es daher zu neuer Zuversicht und ab dem zweiten Quartal zu einer deutlichen Beschleunigung der konjunkturellen Dynamik kommen. Diese Schlussfolgerung lässt sich aus dem dritten Quartal dieses Jahres ziehen, das gezeigt hat, dass sich die Wirtschaft bei einer Rückkehr zu „normalen“ Verhältnissen wesentlich dynamischer und schneller erholt hat, als dies allgemein erwartet wurde.

Auch für **Deutschland** wird 2021 ein wirtschaftlich erfolgreiches Jahr. Der im November erfolgte Teil-Lockdown der deutschen Wirtschaft wird natürlich seinen ökonomischen Tribut fordern und zu einem leichten Rückgang der Wirtschaftsaktivität im vierten Quartal führen. Die gezielten und zeitlich limitierten wirtschaftlichen Beschränkungen werden jedoch wesentlich geringere ökonomische Schäden anrichten als die allgemeinen und sehr umfassenden Einschränkungen des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens im April und Mai dieses Jahres. Die ganz aktuellen Konjunkturdaten aus Deutschland bestätigen diese These und beweisen wieder einmal, wie krisenresistent marktwirtschaftliche Systeme sein können, wenn temporäre Schwächephasen von expansiven fiskal- und geldpolitischen Instrumenten begleitet werden.

Für die **Eurozone** rechnen wir 2021 mit einem Wirtschaftswachstum von fast sechs Prozent, dennoch reicht dies nicht aus, um die in diesem Jahr erlittenen wirtschaftlichen Verluste wieder vollständig wettzumachen.

Ohne die massive Ausweitung der Liquidität wäre diese Krise nicht so glimpflich ausgegangen. So hat die EZB in der Eurozone seit Mitte März Anleihen mit einem Gesamtvolumen von fast einer Billion Euro gekauft. Knapp 700 Milliarden Euro entfallen davon auf das im Frühjahr geschaffene Notfallprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programm). Weitere Unterstützung erfahren und erfahren die Anleihemärkte durch die neuen EU-Programme SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) und NGEU (Next Generation EU Programm), bei denen sich die EU über ihre Finanzierungsvehikel selbst Geld am Kapitalmarkt besorgt und somit erstmals gemeinsame Schulden aufgenommen werden. Auch vom Leitzins der EZB geht nach wie vor deutlicher Rückenwind für die Wirtschaft aus. Wir halten es für plausibel, dass der **Refinanzierungssatz** bis mindestens Dezember 2022 auf dem aktuellen Niveau von **null Prozent** verharren wird.

Ähnliches gilt für die USA, auch in den Vereinigten Staaten stehen die Zeichen unverändert auf sehr niedrigen Zinsen. Aus dem sogenannten Dot-Plot des Offenmarktausschusses der US-Notenbank lässt sich ableiten, dass die große Mehrheit der Mitglieder davon ausgeht, dass das Leitzinsniveau von 0,00 bis 0,25 Prozent bis Ende 2022 Bestand haben wird, da die konjunkturellen Rahmenbedingungen dies erfordern. Unveränderte Leitzinsen müssen zwar nicht zwangsläufig auch ein unverändertes Renditeniveau nach sich ziehen, mindestens für 2021 gehen wir jedoch davon aus, dass sich an den niedrigen Kapitalmarkttrenditen wenig ändern wird. Der massive Nachfrageschub, den die Notenbanken mittels Anleihekaufprogrammen initiieren, wird jede (zu) starke Renditebewegung nach oben im Keim ersticken. Denn nur, wenn die Zinsen niedrig bleiben, wird es den Staaten möglich sein, den Covid-19 bedingten Anstieg der Verschuldung haushaltsverträglich zu refinanzieren. Insbesondere gilt dies natürlich für Länder, die schon vor der Krise mit einem hohen Staatsverschuldung zu kämpfen hatten, wie z.B. Italien. Und auch wenn es niemand offen ausspricht, so ist genau dies das Ziel der expansiven Geldpolitik der EZB: die Finanzierung der Staatsverschuldung zu niedrigsten Zinsen sicherzustellen. Wir sehen daher in Europa wenig Spielraum für steigende Ren-

diten. Unsere *Jahresendprognose* für 10-jährige *Bundesanleihen* liegt mit **-0,5 Prozent** auf fast unverändertem Niveau. Auch in den USA rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung bei den Kapitalmarktrenditen, da auch hier der Nachfrageimpuls durch die Notenbank jeden nachhaltigen Renditeanstieg unterbindet.

Etwas besser sieht es für Anleger bei *Unternehmensanleihen* aus, wenngleich sich die Kreditaufschläge für Anleihen mit Investmentgrade-Rating stark eingengt haben und die Renditen bereits unter den Jahresanfangsständen liegen. Da die EZB auch Unternehmensanleihen kauft, ist zwar noch ein wenig Spielraum für weitere Renditerückgänge vorhanden, allerdings sind die absoluten Tiefstände aus der Zeit vor der Lehmann-Krise nicht mehr allzu weit entfernt. Zudem werden mit zunehmendem Renditerückgang die absolut erzielbaren laufenden Erträge (Kupons) immer geringer, womit die Attraktivität für Privatkunden abnimmt. Daher werden wir zwar weitere Unternehmensanleihen mit Investmentgrade gegenüber Staatsanleihen übergewichten, aber das absolute Gewicht in unserer Allokation nicht weiter erhöhen, da wir das Performancepotenzial bei Unternehmensanleihen im nächsten Jahr nur auf **gut ein Prozent** veranschlagen.

Das interessanteste Marktsegment stellen im nächsten Jahr unserer Meinung nach *High-Yield-Anleihen* und Nachranganleihen dar. Hier ist durchaus noch Potenzial für Renditerückgänge und eine positive Performance zu erkennen. Das nachhaltigste Argument, das aus unserer Sicht für High-Yield-Anleihen spricht, ist die deutliche konjunkturelle Erholung im nächsten Jahr, verbunden mit einer sehr expansiven Geldpolitik.

Auch wenn oftmals Anleihen bei Investoren den größten Teil an Assets darstellen, ist für Anleger der Aktienmarkt letztlich relevanter. Denn hier lauern nicht nur die größten Risiken – auch die Chancen auf eine sehr gute Performance sind hier deutlich besser. Denn bei Lichte betrachtet lässt das Renditeniveau der meisten Anleihen keine großen Performancesprünge mehr erwarten – wir befinden uns in einer Zeit, in der auf Sicht der wesentliche Performanceanteil in Portfolios über Aktien dargestellt werden wird.

2021 sollte ein gutes Aktienmarktjahr werden. Im Januar steht zunächst die Machtübergabe von Donald Trump an den neuen US-Präsidenten Joe Biden an. Von Biden erwarten wir keine großen Überraschungen in der Anfangsphase seiner Amtszeit und rechnen daher mit wenigen

Impulsen seitens der US-Politik für den Kapitalmarkt. Ein neues Fiskalpaket steht vor der Tür, auch wenn dies aufgrund der wahrscheinlichen Mehrheit der Republikaner im Senat kleiner ausfallen könnte, als von den Demokraten zunächst angedacht. Was sich aber ändern wird, ist die Art und Weise der Politik in den USA. So gehen wir davon aus, dass die USA zu einer berechenbareren und verlässlicheren Politik zurückkehren und dass sich das Verhältnis zwischen den USA zu vielen anderen Ländern wieder deutlich verbessern wird. Für die Aktienmärkte ist dies eine positive Entwicklung, da diese zukünftig mit weniger politischer Unsicherheit konfrontiert werden. Europa sollte von dieser Entwicklung profitieren, zumal in Europa die Bewertung von Aktien noch etwas attraktiver erscheint als in den USA.

Und obwohl einige Aktienmärkte bereits über eine deutlich Bewertung als im historischen Durchschnitt verfügen, halten wir eine weitere Ausweitung der Bewertungsrelationen nicht für ausgeschlossen. Hintergrund dieser Annahme ist einerseits das sehr niedrige Zinsniveau, das aufgrund des damit verbundenen niedrigeren Abzinsungsfaktors eine höhere Bewertung für Aktien rechtfertigt. Vergleicht man andererseits Aktien mit alternativen Anlageklassen wie Anleihen oder Immobilien ließe sich ebenso eine höhere Bewertung rechtfertigen. Es spricht daher vieles dafür, dass sich Aktien auch im kommenden Jahr gut entwickeln.

Für Anleger ergeben sich vermutlich besondere Chancen, wenn sie in Aktien von Unternehmen investieren, die sich mit der Weiterentwicklung der IT-Infrastruktur, wie z.B. dem 5G-Netz, aber auch mit der Wasser- oder Energieversorgung beschäftigen. Denn das Wachstum in den urbanen Zentren bleibt überdurchschnittlich hoch – davon sollten solche Unternehmen profitieren, zumal die Finanzierungsbedingungen auch für sehr große Infrastrukturprojekte mehr als ideal sind. Da das Thema Nachhaltigkeit für viele Menschen eine immer wichtigere Rolle spielt, bleiben Investments, die regenerative Energien und Elektromobilität berücksichtigen, besonders aussichtsreich. Dabei sollten nicht nur die Unternehmen profitieren, die bereits heute die ressourcenschonende oder mit der Umsetzung anerkannter gesellschaftlicher Normen einhergehende Produktion umsetzen. Auch die Agenturen, die die Einhaltung der sogenannten ESG-Kriterien durch die Unternehmen bewerten und diese den Kapitalmarktteilnehmern für Investitionen in Segmenten oder Indizes zusammenfassen, werden eine immer wichtigere Rolle spielen.

Anleger müssen sich allerdings auch im nächsten Jahr auf Kursschwankungen einstellen, da die hohe Bewertung und die bereits erreichten Kursniveaus zwischenzeitlich für Gewinnmitnahmen genutzt werden dürften. Weitere Risikofaktoren stellen aus unserer Sicht Rückschläge bei den Corona-Impfstoffen dar, dies könnte sowohl die Verteilung als auch die Akzeptanz durch die Bevölkerung betreffen. Darüber hinaus könnte eine anziehende Inflation, die höher ausfällt als derzeit erwartet, zu Rücksetzern führen, da dann die üppige Liquiditätsausstattung seitens der Notenbanken in Frage gestellt werden könnte. Diese Risiken spielen in unserem Hauptszenario für das kommende Jahr jedoch eine ungeordnete Rolle. Überhaupt gilt aktuell: In einer Welt, die von überbordender Liquidität und extrem expansiver Fiskalpolitik geprägt ist und in der die staatlichen Haushaltsrisiken zunehmend auf der europäischen Ebene sozialisiert werden, sind Sachwerte Trumpf. Ordnungspolitisch mag vieles, was derzeit passiert, mehr als kritisch sein; für die Märkte risikobehafteter Assets ist das Umfeld mehr als gut.

Auch markttechnisch spricht viel für eine weitere positive Entwicklung des Aktienmarktes. Als Beispiel sei der DAX genannt: Der Dax befindet sich ausgehend von seinem Tief im Jahr 2003 in einem Aufwärtstrend, dieser wurde mit dem Ausverkauf im März 2020 auch erneut bestätigt. Allerdings ist ebenso deutlich zu erkennen, dass dem Index über Jahre hinweg in schöner Regelmäßigkeit im Bereich um 13.500 Punkten die Puste ausging.

Dadurch ergibt sich per Saldo seit Jahren eine Seitwärtsbewegung, die durch die seitwärts gerichtete exponentielle 200-Wochenlinie bestätigt wird. Eine Konsolidierung kann aber auch ein konstruktives Kräftesammeln darstellen. So ist damit zu rechnen, dass das aktuelle Überwinden des Gaps bei 13.500 Punkten, das der Index im Februar gerissen hat, ein Ende der Konsolidierung darstellt. Das rechnerisch mittelfristige Mindestkursziel ergibt sich dann als Differenz aus dem oberen und dem unteren Rand der Schiebezone, die gut 1.800 Punkte beträgt. Somit wären Kursziele von 15.000 Punkten und knapp darüber ableitbar.

Egal wie man es dreht und wendet: Es spricht viel dafür, dass 2021 ein erfolgreiches Jahr für Anleger werden könnte. Wollen wir gemeinsam hoffen, dass uns im kommenden Jahr erneute negative Überraschungen und exogene Schocks erspart bleiben!

Wir wünschen Ihnen und Ihrer Familie ein friedvolles, erholsames und gesundes Weihnachtsfest und alles Gute für das kommende Jahr. Wir freuen uns jetzt schon wieder auf die Zeit, in der wir Sie auch persönlich bei uns begrüßen dürfen. Nicht nur digital, sondern ganz klassisch von Mensch zu Mensch – denn bei allen digitalen Möglichkeiten geht doch nichts über ein direktes Gespräch, in dem man sich vertrauensvoll austauscht. In diesem Sinne: Bis bald!

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	17.12.2020 17:44	04.12.2020 -1 Woche	10.11.2020 -1 Monat	10.09.2020 -3 Monate	10.12.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	30270	0,2%	2,9%	9,9%	8,6%	6,1%
S&P 500	3717	0,5%	4,8%	11,3%	18,7%	15,1%
Nasdaq	12731	2,1%	10,2%	16,6%	47,8%	41,9%
Value Line Arithmetic	7875	1,2%	10,5%	25,6%	21,9%	18,3%
DAX	13667	2,8%	3,8%	3,5%	4,6%	3,2%
MDAX	30205	2,3%	7,9%	9,9%	10,7%	6,7%
TecDAX	3163	1,5%	7,6%	2,9%	4,5%	4,9%
EuroStoxx 50	3565	0,7%	3,6%	7,6%	-2,9%	-4,8%
Stoxx 50	3110	0,6%	1,8%	4,5%	-6,4%	-8,6%
SMI (Swiss Market Index)	10553	1,8%	1,9%	1,6%	1,6%	-0,6%
FTSE 100	6554	0,1%	4,1%	9,2%	-9,1%	-13,1%
Nikkei 225	26807	0,2%	7,6%	15,4%	14,5%	13,3%
Brasilien BOVESPA	118910	4,5%	13,2%	20,3%	7,4%	2,8%
Russland RTS	1419	4,6%	15,1%	16,7%	-2,4%	-8,4%
Indien BSE 30	46890	4,0%	8,3%	20,7%	16,5%	13,7%
China Shanghai Composite	3405	-1,2%	1,3%	5,3%	16,7%	11,6%
MSCI Welt (in €)	2655	-0,2%	2,1%	8,5%	4,8%	3,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1264	0,3%	3,2%	12,6%	8,9%	4,0%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	177,55	273	353	444	532	706
Bobl-Future	135,23	-14	12	45	102	160
Schatz-Future	112,31	-1	2	8	32	40
3 Monats Euribor	-0,54	-1	-3	-5	-15	-16
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,54	-1	-2	-7	-13	0
3 Monats \$ Libor	0,22	-1	1	-3	-167	-169
Fed Funds Future, Dez 2020	0,09	0	1	2	-124	-1
10-jährige US Treasuries	0,93	-4	-4	25	-90	-99
10-jährige Bunds	-0,57	-3	-9	-15	-28	-39
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	-1	-2	-1	3	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,51	-7	-10	-8	5	-4
US Treas 10Y Performance	715,86	0,6%	0,7%	-1,8%	11,7%	12,6%
Bund 10Y Performance	686,31	0,5%	1,0%	1,6%	3,1%	4,3%
REX Performance Index	499,59	0,1%	0,3%	0,0%	0,9%	1,3%
IBOXX AA, €	-0,02	-4	-10	-24	-27	-32
IBOXX BBB, €	0,53	-4	-19	-45	-36	-38
ML US High Yield	5,14	-1	-32	-77	-116	-90
Wandelanleihen Exane 25	8227	0,6%	2,1%	5,0%	8,3%	7,5%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	394,37	1,5%	6,9%	16,1%	-6,8%	-9,6%
MG Base Metal Index	359,28	0,8%	10,3%	15,0%	23,1%	19,8%
Rohöl Brent	51,37	4,1%	17,6%	28,0%	-20,4%	-22,5%
Gold	1885,36	2,8%	0,0%	-3,7%	28,8%	24,0%
Silber	24,01	-0,5%	-1,5%	-11,5%	44,0%	34,0%
Aluminium	2047,89	0,9%	8,5%	16,9%	16,9%	15,0%
Kupfer	7860,75	1,4%	13,7%	17,5%	29,5%	27,8%
Eisenerz	150,75	6,5%	25,3%	18,9%	65,0%	64,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	1296	8,3%	8,0%	2,1%	-15,2%	18,9%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,2250	0,7%	3,7%	3,4%	10,6%	9,0%
EUR/ GBP	0,9007	0,0%	0,9%	-2,4%	7,0%	6,3%
EUR/ JPY	126,30	-0,1%	1,6%	0,4%	5,0%	3,6%
EUR/ CHF	1,0834	0,1%	0,2%	0,6%	-0,8%	-0,2%
USD/ CNY	6,5321	0,0%	-1,3%	-4,4%	-7,1%	-6,2%
USD/ JPY	104,22	0,1%	-1,0%	-1,8%	-4,1%	-4,1%
USD/ GBP	0,7354	-0,9%	-2,6%	-5,4%	-3,2%	-2,6%

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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.