

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Warburg REIT-Strategie – Real Investment Trusts salonfähig gemacht!

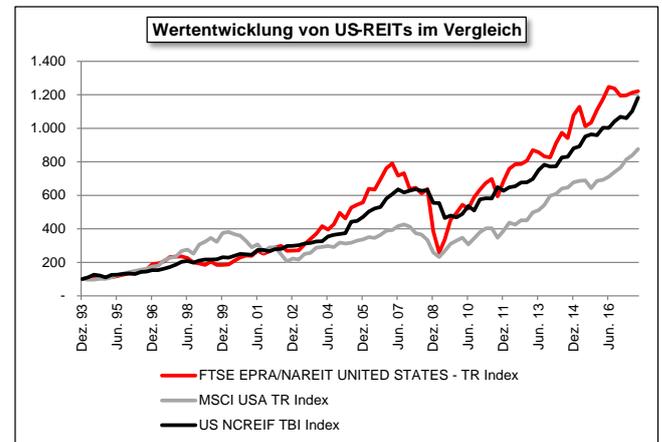
Unterstützt durch die anhaltende Niedrigzinsphase und flankiert durch das positive konjunkturelle Umfeld ist die Investitionsneigung in Immobilien trotz der zum Teil erheblichen Preissteigerungen ungebrochen. Immobilien bieten Investoren über Mieteinnahmen hohe und planbare Cash-Flows und gehören als Diversifikationsbaustein in jedes Portfolio. Die Investition in Immobilien erfolgt traditionell über den Direktkauf oder indirekt über den Erwerb von Immobilienfonds.

Daneben „schlummert“ aber noch eine in Deutschland bisher nahezu vernachlässigte Form der indirekten Immobilienanlage, die gegenüber klassischen Immobilieninvestments einige interessante Vorteile aufweist. Gemeint sind Real Estate Investment Trusts (REITs). REITs sind streng reglementiert und werden typischerweise als steuerlich transparente, börsennotierte Aktiengesellschaften mit einem gesetzlich vorgeschriebenen Betätigungsfeld aufgesetzt. Dieses umfasst die Bewirtschaftung, Verwaltung und Finanzierung von Immobilien und Grundstücken. Dazu erwirbt der einzelne REIT ein breit diversifiziertes Portfolio aus Immobilien. Die Einnahmen des REIT resultieren aus der Vermietung und Verpachtung von Immobilien und Grundstücken sowie aus Veräußerungsgewinnen und Zinsen.

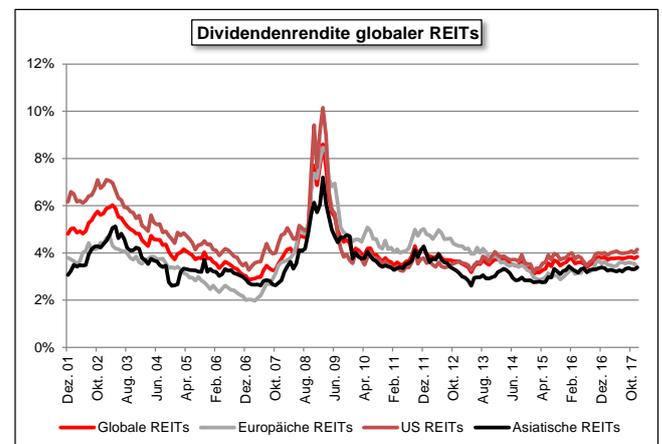
REITs stellen eine Mischform aus Immobilien und Aktien dar. Sie vereinen die langfristigen Vorteile aus Wertsteigerungen und stabilen Cash-Flows von Immobilien mit der kurzfristigen Liquidität von Aktien. Die Vorzüge dieser indirekten Form der Immobilienanlage sind bestechend. Bereits über den einzelnen REIT erwirbt der Anleger ein diversifiziertes Portfolio an Bestands- und Mietimmobilien. Dieser Diversifikationsvorteil wird im Falle eines REITs-Fonds aufgrund der breiten Streuung über einzelne REITs und deren Objekte weiter gesteigert. Während sich die Immobilienportfolios der meisten deutschen Investoren auf den heimischen Markt konzentrieren, lässt sich über einen REITs-Fonds leicht ein globales Immobilienexposure aufbauen. Lange Vorlaufzeiten, die sich infolge der Immobiliensuche und Projektentwicklung ergeben, entfallen bei REITs, so dass Anleger unmittelbar in den Genuss der Partizipation an einem bestehenden Immobilienbestand kommen. Gleichzeitig ist eine Verwässerung der Immobilienquoten ausgeschlossen, da die Aufnahme neuer Anlagemittel im Zuge einer Kapitalerhöhung nur dann erfolgt, wenn das Management bereits neue Projekte identifiziert hat.

Eine weitere interessante Eigenschaft von REITs besteht darin, dass sie aufgrund der Regulierung angehalten sind, mindestens 90% ihrer Erträge und damit nahezu ihre vollständigen Cash-Flows auszuschütten. Dies qualifiziert REITs als Dividendenaktien und attraktives Surrogat für die aktuell geringen Kupons aus Anleihen.

Neben den allgemeinen Vorzügen können REITs im Vergleich zu Aktien und alternativen Immobilienanlagen auch mit ihrer Performance überzeugen. Der Blick in die USA, wo lange Zeitreihen für REITs und darauf bezogene Immobilienindizes existieren, zeigt, dass REITs (FTSE EPRA/NAREIT UNITED STATES TR Index) langfristig der Wertentwicklung von Direktimmobilien (US NCREIF TBI Index) folgen und den allgemeinen Aktienmarkt (MSCI USA TR Index) in der Performance sogar übertreffen. Dabei kann statistisch gegenüber Direktimmobilien ein Vorlauf von 6 bis 12 Monaten beobachtet werden. Demgegenüber ist der Gleichlauf von REITs mit Aktien kurzfristig hoch, nimmt aber mit längeren Betrachtungszeiträumen ab. Über den Zeitraum 1994 – 2017 war mit einer durchschnittlichen Jahresrendite von +12,1% die Performance von US-REITs vergleichbar mit der von US-Immobilien (+11,9%) und höher als die von US-Aktien (+9,1%).



Bemerkenswert ist zudem die hohe Dividendenrendite von REITs. Diese bewegt sich unabhängig von der Anlageregion in den letzten Jahren sehr stabil auf einem Niveau um die vier Prozent und ist damit nahezu doppelt so hoch wie die Dividendenrendite breiter Aktienengagements.



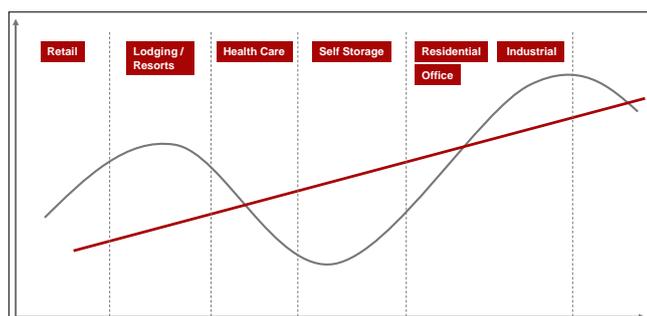
Der eigentliche Vorteil von REITs gegenüber alternativen Immobilienanlagen besteht aber darin, dass sie die gleiche Liquidität wie Aktien bieten, täglich gehandelt und bewertet werden und damit auch jederzeit veräußerbar sind. Während Investoren in Direktimmobilien oder in Immobilien-

fonds aufgrund der Probleme eines unverzüglichen Verkaufs mehr oder weniger „gefangen“ sind, können Investoren in REITs auf Marktbewegungen unverzüglich reagieren.

Die Liquidität von REITs hat aber ihren natürlichen Preis und drückt sich in deutlich erhöhten Volatilitäten und Rückschlagrisiken gegenüber Direktimmobilieninvestments aus. Oder anders formuliert: Die Preisschwankungen, die bei Direktimmobilien durch das Fehlen von täglichen Marktpreisen und Bewertungen unterdrückt werden, kommen bei REITs zum Vorschein. Diese Preisschwankungen, die REITs eher in die Nähe von Aktien als von Immobilien bringen, sind sicherlich ein Grund dafür, dass deutsche Investoren bisher mit Zurückhaltung auf REITs reagieren.

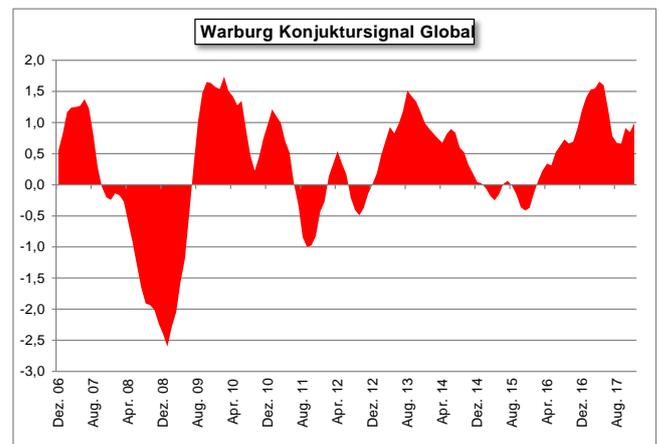
Wir haben uns daher die Frage gestellt, ob es nicht eine Möglichkeit gibt, die vielfältigen Vorzüge von REITs zu nutzen und gleichzeitig die Nachteile aus den erhöhten Risiken zumindest zu reduzieren. Die Grundidee eines derartigen Ansatzes, der die Anlagequoten in Regionen und Immobiliensektoren in Abhängigkeit vom Stand im Konjunkturzyklus variiert, wurde bereits in unserer Publikation vom 6. Oktober 2016 skizziert. Basierend auf diesen Grundgedanken haben wir einen geschlossenen Produktansatz für REITs entwickelt, diesen über eine Rückrechnung der Strategie validiert und seit Anfang 2017 in einem Paper-Trade-Portfolio umgesetzt. Die Konzeption der Strategie und die Ergebnisse werden nachfolgend vorgestellt.

Die Strategie basiert auf folgender Überlegung: Der globale Immobilienmarkt zerfällt in eine Vielzahl regionaler und nach Nutzungseinheiten differenzierter Teilmärkte, die sich in Abhängigkeit vom konjunkturellen Verlauf nicht gleichgerichtet bewegen. Da die Konjunkturentwicklung zwischen den Anlageregionen phasenverschoben verläuft, variiert auch die Attraktivität der regionalen Immobilienmärkte im Zeitverlauf. Innerhalb der Anlageregionen reagieren die einzelnen Immobiliensektoren wiederum mit unterschiedlicher Intensität auf den Stand im Konjunkturzyklus. So profitieren z.B. Industrie- und Büroimmobilien als zyklische Sektoren stärker von einem Konjunkturaufschwung, während Lagerimmobilien und Immobilien aus dem Bereich Gesundheitswesen eher defensiv ausgerichtet sind und eine geringere Reagibilität gegenüber konjunkturellen Entwicklungen aufweisen. Die Art und das Ausmaß der Sensitivität der Nutzungseinheiten sind dabei in den einzelnen Anlageregionen unterschiedlich ausgeprägt. Für die Anlageregion Nordamerika skizziert die folgende Darstellung die Attraktivität der Nutzungseinheiten im Konjunkturzyklus.



Zur erfolgreichen Umsetzung eines derartigen Ansatzes müssen die folgenden drei Voraussetzungen erfüllt sein: 1.) Existenz eines geeigneten Prognoseinstrumentariums für die Konjunktur 2.) Methodik zur Identifikation der Sensitivitäten regionaler Nutzungseinheiten gegenüber konjunkturellen Entwicklungen 3.) Selektionsansatz zur Befüllung der Buckets, bestehend aus Anlageregionen und Nutzungseinheiten, mit einzelnen REITs.

Mit dem Warburg-Konjunkturindikator verfügen wir über einen verlässlichen „Navigator“ für die Konjunktur, der die Basis für das mehrfach ausgezeichnete Makro-Research der Warburg Bank bildet und schon seit Anfang 2000 erfolgreich zur Steuerung der Allokation in der Vermögensverwaltung eingesetzt wird. Dieser Indikator, der sich aus mehr als 100 Frühindikatoren und realwirtschaftlichen Kennzahlen zusammensetzt, wird täglich als Gradmesser für die globale sowie regionale Konjunktur berechnet. Im Vordergrund steht die Dynamik des konjunkturellen Verlaufs, die sich aus der zeitlichen Veränderung von Konjunkturkennzahlen ergibt.

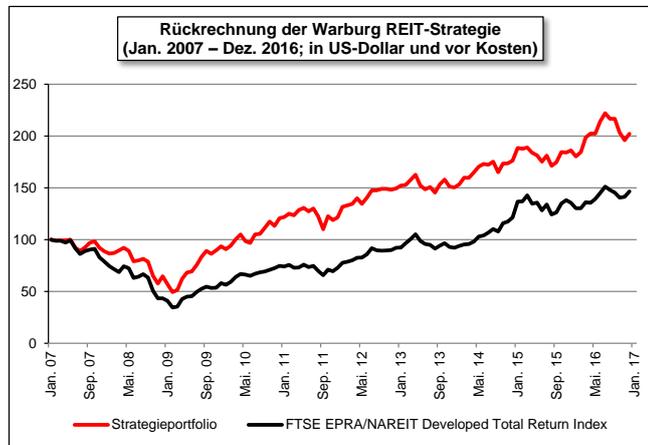


Wie lässt sich nun dieser konjunkturelle Impuls auf die Steuerung der Anlagequoten in Nutzungseinheiten innerhalb der Anlageregionen übertragen? Eine erste naheliegende Vorgehensweise besteht darin, mit Hilfe von statistischen Methoden die Sensitivitäten der einzelnen Sektoren gegenüber den regionalen Warburg-Konjunkturindikatoren als Prognoseinstrument unter Berücksichtigung eines zeitlichen Vorlaufs zu messen. Diese Vorgehensweise liefert in der Tat eine erste Indikation, vernachlässigt aber die Abhängigkeiten der Sektoren im Hinblick auf den konjunkturellen Impuls. Um diese zu beachten, bedarf es einer Portfoliobetrachtung. Dazu formulieren wir einen Optimierungsansatz, der die historische Sharpe-Ratio des Portfolios (Überschussrendite gegenüber risikofreiem Geldmarktzinssatz bezogen auf die Volatilität) als Zielfunktion maximiert und ausgehend von einer Gleichgewichtung die optimalen taktischen Über- und Untergewichtungen der Sektoren in Abhängigkeit vom aktuellen Konjunkturimpuls ermittelt. Diese Quoten sind im Zeitablauf stabil, so dass sich pro Anlageregion eindeutig Nutzungseinheiten identifizieren lassen, die eher zyklisch oder eher defensiv auf die Konjunkturdynamik reagieren. Im Portfoliokontext bedeutet dies, dass im Konjunkturaufschwung die zyklischen Sektoren dominieren, während im Konjunkturabschwung die defensiveren bzw. weniger konjunktursensitiven Sektoren stärker ge-

wichtet werden. Die Struktur des Portfolios wird monatlich überprüft.

Die Befüllung der einzelnen Sektorportfolios folgt einem semi-aktiven Selektionsansatz. Neben der Berücksichtigung eines Liquiditäts- und Handelsfilters findet der Einsatz eines selbstentwickelten Scoring-Modells statt, das neben gängigen Bewertungskennzahlen aussagekräftige Kennzahlen für Immobilienunternehmen auswertet sowie verdichtet und die Grundlage für die finale Auswahl der REITs zur Abbildung der jeweiligen Sektoren darstellt. Die Zusammensetzung dieser Sektorportfolios wird bis zu nächsten Überprüfung konstant gehalten. Dies bedeutet, dass im Falle einer Veränderung der Portfoliostruktur alle Titel proportional zu ihren aktuellen Gewichten gekauft oder verkauft werden.

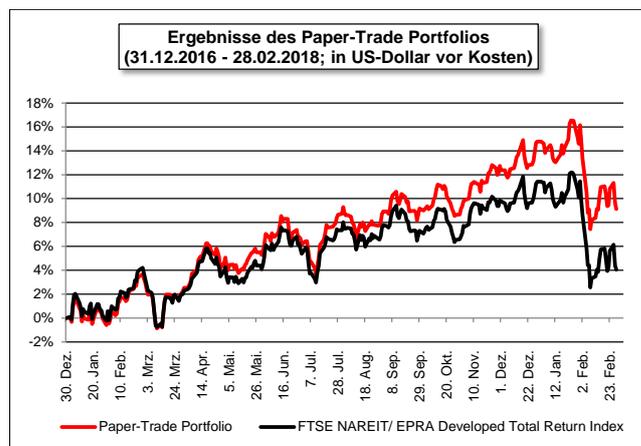
Wir haben den hier beschriebenen Ansatz basierend auf einer Allokation von Sektorindizes für den Zeitraum Januar 2007 bis Ende 2016 einer Simulation unterzogen. Die Ergebnisse der Rückrechnung sind sehr überzeugend. Es konnte nicht nur die Volatilität und das Rückschlagrisiko reduziert, sondern über die taktische Veränderung der Positionierung in Nutzungseinheiten die Rendite vor Kosten deutlich gegenüber dem als Vergleichsmaßstab dienenden FTSE EPRA/NAREIT Developed Total Return Index erhöht werden. Dies gilt auch für die Dividendenrendite, die in dem gängigen Benchmarkindex mit vier Prozent schon hoch war, im Portfolio aber sogar auf fünf Prozent angehoben werden konnte.



in USD	Strategieportfolio	FTSE EPRA / NAREIT Dev. Global
Rendite p.a.	7,4%	3,9%
Dividendenrendite p.a.	5,0%	4,0%
Volatilität	15,6%	18,5%
Max. Draw down	-50,5%	-65,4%
Sharpe-Ratio	0,334	0,149

Um die erfreulichen Ergebnisse der Rückrechnung in einem Echtzeit-Test weiter zu validieren, haben wir den Ansatz seit Anfang 2017 in einem Paper-Trade-Portfolio umgesetzt. Auch hier konnten die positiven Ergebnisse bestätigt werden. In einem bis Ende 2017 anhaltenden Umfeld mit historisch niedrigen Volatilitäten zeigt sich der Mehrwert im Paper-Trade insbesondere in einer auffällig besseren absoluten und relativen Performance. Dabei war das Paper-Trade-Portfolio aufgrund der global synchron verlaufenden positiven Konjunktorentwicklung in allen Anlageregionen in konjunktursensitiven Sektoren übergewichtet. Im Zuge

der Kurseinbrüche an den Aktienmärkten Anfang Februar spiegelt sich allerdings auch die hohe kurzfristige Anfälligkeit von REITs gegenüber traditionellen Immobilieninvestments wider. Bei anhaltend positiver Konjunkturdynamik hat unsere Strategie konsequenterweise keine Signale geliefert und die konjunktursensitive Positionierung beibehalten. Hier zeigt sich, dass neben der Konjunktur noch weitere Faktoren für die Kursentwicklung von REITs verantwortlich sind. Dass die Aufrechterhaltung der Übergewichtung in konjunktursensitiven Sektoren jedoch eine richtige Entscheidung war, zeigt sich trotz der absoluten Verluste in dem weiteren Ausbau der relativen Performance gegenüber der Benchmark, die seit Aufsetzung des Paper-Trade-Portfolios Anfang 2017 bis Ende Februar 2018 nun 5,1% vor Kosten erreicht hat.



in USD	Strategieportfolio	FTSE EPRA / NAREIT Dev. Global
Rendite p.a.	9,1%	4,0%
Dividendenrendite p.a.	4,5%	4,3%
Volatilität	8,4%	8,7%
Max. Draw down	-7,8%	-8,6%
Sharpe-Ratio	0,932	0,314

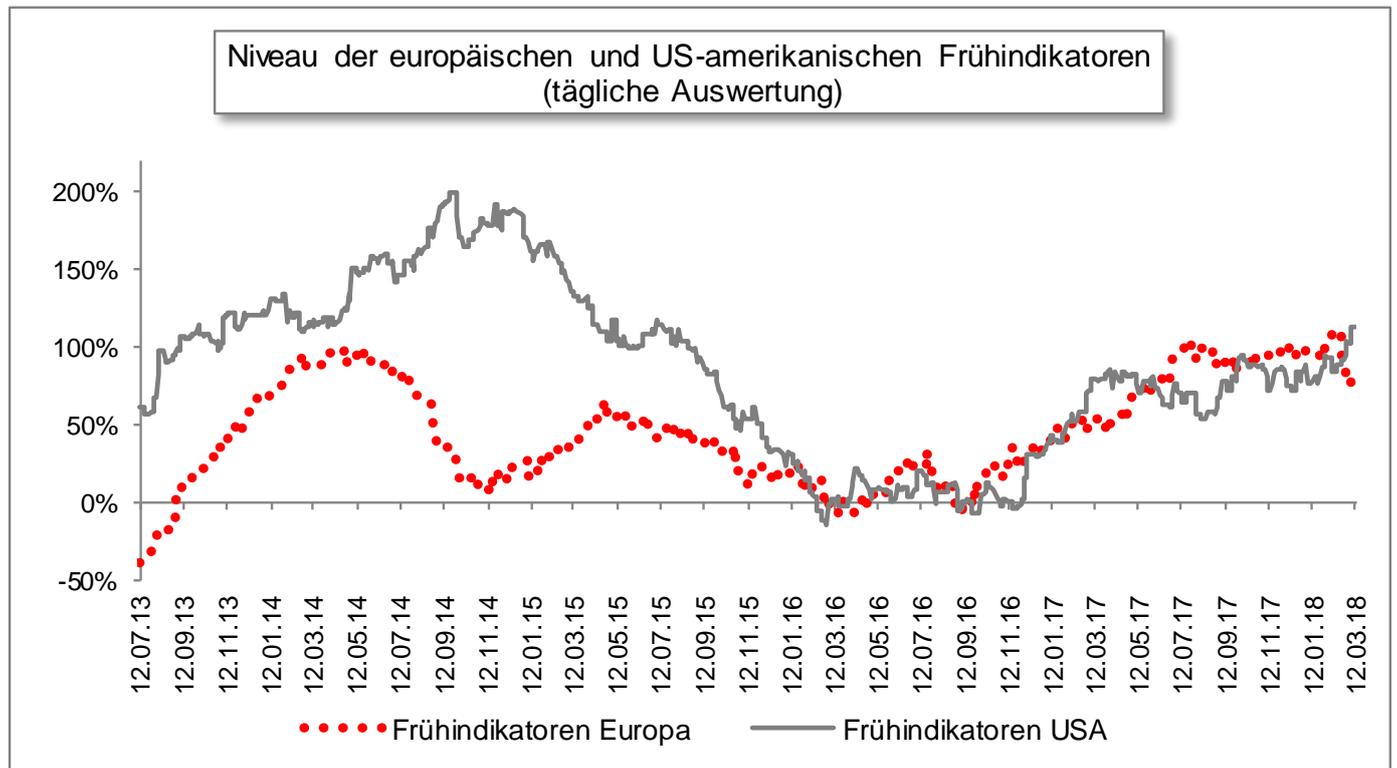
Die Ergebnisse der Rückrechnung und des Paper-Trade-Portfolios sind sehr vielversprechend. Unsere REIT-Strategie eröffnet Anlegern einen globalen Zugang zu einem liquiden Investment in ein hochdiversifiziertes Portfolio aus Immobilien bei gleichzeitiger Reduktion der Nachteile aus den temporär höheren Risiken gegenüber einem Direktinvestment in Immobilien. Gleichzeitig stellt sie eine Quelle für den Bezug von hohen und stabilen laufenden Erträgen aus Dividenden und damit einen attraktiven Ersatz für die aktuell geringen Zinserträge dar. In Zeiten einer zunehmenden Verknappung von Direktimmobilien und der begrenzten Möglichkeiten zum Aufbau von globalen Immobilienportfolios bietet eine REIT-Strategie eine sinnvolle und gleichzeitig risikogesteuerte Ergänzung zu klassischen Immobilienanlagen.

Wochenausblick für die Zeit vom 19. März bis 23. März 2018

	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Veröffentlichung
D: Produzentenpreise, m/m	0,3%	0,1%	0,2%	0,5%	0,2%		20. März
D: Produzentenpreise, y/y	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	2,1%		20. März
D: ZEW Konjunkturerwartungen	17,6	18,7	17,4	20,4	17,8	18,0	20. März
D: ZEW Lageeinschätzung	87	88,8	89,3	95,2	92,3	92,5	20. März
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	60,6	62,5	63,3	61,1	60,6	60,8	22. März
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	54,7	54,3	55,8	57,3	55,3	55,5	22. März
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	116,9	117,6	117,2	117,6	115,4	115,6	22. März
D: Ifo-Geschäftserwartungen	109,3	111	109,5	108,3	105,4	105,7	22. März
D: Ifo-Lageeinschätzung	125	124,6	125,5	127,8	126,3	126,5	22. März
E-19: Konsumentenvertrauen – Flash	-1,1	0	0,5	1,4	0,1	0,3	20. März
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	58,5	60,1	60,6	59,6	58,6	58,6	22. März
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	55,0	56,2	56,6	58,0	56,2	56,5	22. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Europa schwächelt ein wenig, die USA geben Gas



Seit einigen Jahren berechnen wir auf Basis einer Vielzahl von konjunkturrelevanten Frühindikatoren täglich einen Index, aus dem die aktuelle konjunkturelle Dynamik abgeleitet werden kann. Seit Ende 2016 haben sich sowohl Amerika als auch Europa systematisch verbessert, was konjunkturelle Frühindikatoren betrifft. So überrascht es auch nicht, dass in diesem Zeitraum die BIP-Wachstumsdaten ausgesprochen gut ausgefallen und Aktienmärkte gestiegen sind. Am aktuellen Rand zeigt sich jedoch eine Entwicklung, die zu einem Problem werden könnte, wenn sie sich noch einige Monate fortsetzt. Denn während in den USA die Frühindikatoren offensichtlich zuletzt noch einmal zugelegt haben, ist in Europa eher eine rückläufige Entwicklung zu beobachten. So eine

diametrale Entwicklung ist für sich genommen nichts Ungewöhnliches und konnte schon öfter beobachtet werden. Die Märkte haben zudem genau diesen Sachverhalt auch schon eingepreist. Während die US-Aktien in diesem Jahr zulegen konnten, liegen die europäischen Indizes im Minus. Aus der derzeitigen Perspektive gibt es keinen guten Grund, warum sich dieser Trend einer gegenläufigen Konjunkturentwicklung fortsetzen sollte; wir tippen eher auf eine zufällige Anhäufung schlechterer Daten in Europa. Wir behalten diesen Sachverhalt allerdings sehr genau im Auge, denn eine Fortsetzung dieser Entwicklung hätte gravierende Folgen für die Wertentwicklung europäischer Aktien.

	Stand	Veränderung zum				
	15.03.2018 17:37	01.03.2018 -1 Woche	07.02.2018 -1 Monat	07.12.2017 -3 Monate	07.03.2017 -12 Monate	29.12.2017 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	24968	1,5%	0,3%	3,1%	19,3%	1,0%
S&P 500	2755	2,9%	2,7%	4,5%	16,3%	3,1%
Nasdaq	7397	3,0%	4,9%	8,6%	26,8%	7,1%
DAX	12346	1,3%	-1,9%	-5,4%	3,2%	-4,4%
MDAX	25823	0,1%	-0,2%	-1,2%	11,0%	-1,4%
TecDAX	2698	5,3%	5,4%	8,4%	38,9%	6,7%
EuroStoxx 50	3415	0,5%	-1,1%	-4,4%	0,9%	-2,5%
Stoxx 50	2999	-0,2%	-2,3%	-5,0%	-3,1%	-5,6%
SMI (Swiss Market Index)	8886	1,1%	-1,0%	-4,1%	3,0%	-5,3%
FTSE 100	7149	-0,4%	-1,8%	-2,4%	-2,6%	-7,0%
Nikkei 225	21804	0,4%	0,7%	-3,1%	12,7%	-4,2%
Brasilien BOVESPA	85343	0,0%	3,1%	17,7%	29,8%	11,7%
Russland RTS	1247	-2,1%	0,4%	11,4%	13,7%	8,0%
Indien BSE 30	33686	-1,1%	-1,2%	2,2%	16,2%	-1,1%
China Shanghai Composite	3292	0,5%	-0,5%	0,6%	1,5%	-0,5%
MSCI Welt (in €)	2135	1,0%	1,8%	-1,0%	-0,4%	-1,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	1219	1,0%	4,1%	6,0%	11,8%	2,5%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	163,14	344	491	-53	-125	146
Bobl-Future	130,66	-47	16	-138	-338	-95
Schatz-Future	111,88	-12	3	-45	-74	-10
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	0	0
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,29	-3	-3	-1	-19	0
3 Monats \$ Libor	2,06	3	26	52	95	36
Fed Funds Future, Dez 2018	2,10	3	9	29	35	0
10-jährige US Treasuries	2,83	3	-1	45	32	42
10-jährige Bunds	0,57	-7	-11	28	26	15
10-jährige Staatsanl. Japan	0,04	0	-3	1	-1	-1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,10	9	0	26	28	22
US Treas 10Y Performance	559,69	-0,7%	-0,3%	-3,8%	-1,1%	-3,7%
Bund 10Y Performance	597,44	-0,2%	0,7%	-2,8%	-1,7%	-1,6%
REX Performance Index	479,16	0,3%	0,6%	-1,2%	-1,4%	-0,3%
IBOXX AA, €	0,77	4	-1	24	8	9
IBOXX BBB, €	1,38	4	6	29	-11	15
ML US High Yield	6,50	2	16	31	36	35
JPM EMBI+, Index	812	-0,1%	-1,4%	-2,5%	1,8%	-2,9%
Wandelanleihen Exane 25	7309	0,5%	-0,3%	-0,9%	5,0%	-1,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	444,58	0,2%	0,6%	3,5%	2,8%	2,8%
MG Base Metal Index	349,49	-0,5%	-2,8%	5,9%	17,1%	-2,6%
Rohöl Brent	65,06	2,0%	-1,4%	4,9%	16,0%	-2,3%
Gold	1315,96	0,8%	-0,5%	4,9%	8,0%	1,0%
Silber	16,46	0,9%	0,5%	4,5%	-6,2%	-3,2%
Aluminium	2075,50	-3,6%	-4,0%	4,2%	11,2%	-8,0%
Kupfer	6909,75	0,3%	1,1%	5,8%	20,1%	-4,1%
Eisenerz	72,76	-7,2%	-3,2%	7,9%	-16,3%	2,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1169	-2,3%	6,6%	-30,4%	13,2%	-14,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,2313	1,2%	-0,2%	4,5%	16,4%	2,7%
EUR/ GBP	0,8837	-0,4%	-0,2%	0,6%	1,9%	-0,4%
EUR/ JPY	130,69	0,5%	-3,1%	-1,6%	8,4%	-3,2%
EUR/ CHF	1,1701	1,6%	0,8%	0,0%	9,0%	0,0%
USD/ CNY	6,3202	-0,6%	0,8%	-4,5%	-8,4%	-2,9%
USD/ JPY	106,08	-0,2%	-3,0%	-6,2%	-6,9%	-5,9%
USD/ GBP	0,7178	-1,5%	-0,4%	-3,7%	-12,5%	-2,9%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com	Julius Böttger	+49 40 3282-2229	jboettger@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.