

STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN JULI 2019

1 Die Kurse steigen, die Erwartungen sinken

Der Mai machte diesmal seinem Ruf, ein schwacher Börsenmonat zu sein, alle Ehre. Im Juni sind die Kurse dagegen wieder gestiegen, obwohl die internationalen Spannungen zugenommen haben und die Konjunkturaussichten weiterhin eher skeptisch beurteilt werden.

Ursache der steigenden Kurse war die Erwartung sinkender Zinsen auf beiden Seiten des Atlantiks. Nun ist es nicht unoriginell, dass Präsident Trump und Gouverneur Draghi die gleiche Rezeptur bevorzugen, allerdings für nicht ganz gleiche Probleme. Trump will einer Konjunkturabschwächung vorbeugend begegnen. Dass nicht er, sondern Mr. Powell Chef der Federal Reserve ist, stört ihn dabei nur wenig. Draghi redet zwar auch von Gefahren für die Konjunktur, will aber vor allem die Kosten hauptsächlich der italienischen Staatsschulden weiter senken, und hat vorsorglich auch gleich einen weiteren Ankauf von Anleihen als möglich bezeichnet.

Eine Abschwächung der Konjunktur zeigt sich derzeit in den Industriestaaten, kaum in den Schwellenländern. Ursache für die Erwartung geringeren Wachstums ist nicht zuletzt die durch die Trump'sche Zollpolitik ausgelöste Verunsicherung.



Besonders betroffen von der Wachstumsverlangsamung sind Italien und Deutschland. Auch die deutschen Probleme sind gravierend. Der Dieselskandal und wie man damit umgeht, ist für die Entwicklung der deutschen Automobilindustrie ausgesprochen kritisch. Von ihr hängt aber auch eine ganze Reihe der unterschiedlichsten Zulieferbranchen ab, von der Maschinenindustrie über

die Stahlproduzenten bis zur Chemie. Leider macht die deutsche Politik derzeit nicht den Eindruck besonderer Entscheidungsfähigkeit. Dazu kommen die Drohungen Trumps mit höheren Zöllen auf Autoexporte von Deutschland nach den USA. Denen tritt Europa schon deshalb nicht wirksam entgegen, weil es Macron vor allem darum geht, im Interesse der französischen Bauern weitere Agrarexporte aus den USA zu verhindern und er nicht daran denkt, hier viel Konzessionen zu machen, nur damit die deutschen Autoexporte verschont bleiben.

2 Der internationale Handel und andere Risiken

Zum Verhältnis China – USA haben wir schon mehrfach Stellung genommen. Das Treffen von Trump mit Xi Ende Juni hat immerhin ergeben, dass Huawei weiter Software von US – Firmen beziehen kann, China wieder Agrarprodukte aus den USA kauft und die Verhandlungen neu aufgenommen werden sollen.

Das sollte allerdings unsere Aufmerksamkeit nicht von aktuellen Trends ablenken, die noch ziemliche Eigendynamik entwickeln könnten:

- a) China spricht derzeit nicht nur von der neuen Seidenstrasse – ein Projekt, das China mit sehr viel Engagement und sehr viel Geld weiterverfolgt – sondern auch viel von Freiheit des internationalen Handels und von offenen Märkten. Wir vermuten, dass China das sogar ernst meint, allerdings aus einem Grund, über den man nachdenken sollte. Schon England ist ab dem 18. Jahrhundert konsequent für offene Märkte und für Freihandel eingetreten. Nur eben deshalb, weil sich unter solchen Bedingungen der wirtschaftlich stärkere und besonders konkurrenzfähige an besten durchsetzen kann. Damals hat sich England, eine Zeitlang nicht ganz zu Unrecht, in dieser Position gesehen. Ist es so falsch, China ähnliche Überlegungen zu unterstellen?
- b) Bei allen kurzfristig möglichen Erfolgen der Trump'schen Außenhandelspolitik hat sie langfristig einen massiven Nachteil, den wir an dieser Stelle auch schon angesprochen haben: Sie zwingt die Betroffenen zu engerer Kooperation untereinander. Und das geht offenbar schneller als erwartet, auch zwischen Russland und China. Das neue 5G- Netz in Russland wird von Huawei erstellt werden. Wenn Trump so weiter macht, treten China und Russland zumindest gegenüber den USA bald einheitlich auf. Das ist das letzte, was die USA brauchen können.
- c) China fördert Beziehungen unter Umgehung der USA derzeit dadurch massiv, dass es die Zölle für amerikanische Produkte erhöht (unter subtiler besonderer Berücksichtigung von Produkten aus Bundesstaaten, die mehrheitlich Trump gewählt haben, wie etwa Sojabohnen), aber zugleich die Zölle für die gleichen Produkte aus anderen Ländern senkt. So werden beispielsweise Sojabohnen aus den USA mit 28 % verzollt, aus dem Rest der Welt mit 3 %, Holz-, Papier- und Metallprodukte aus den USA mit 22,3 %, aus dem Rest der Welt mit 4,4 %. Offen ist, ob und inwieweit die nunmehr weiterzuführenden Gespräche daran etwas ändern werden.
- d) Trump hat gerade Vietnam verbal angegriffen, weil es dortigen Unternehmen in kurzer Zeit gelungen ist, in den USA so manche bisher dort verkauften chinesischen Produkte durch

vietnamesische zu ersetzen. Trump und seine Berater verzichten also bisher darauf, Alternativen zu chinesischen Produkten zu suchen und scheinen (derzeit noch) zu hoffen, so manchen ausländischen Produzenten kurzfristig durch amerikanische ersetzen zu können. Ist es wirklich klug, dafür zu sorgen, dass China bei Importen in die USA kaum Konkurrenten bekommt?

- e) Auch bei den sogenannten „soft facts“, den Rahmenbedingungen für Handel und auch für Investitionen sind die Chinesen nicht mehr wirklich rückständig. Die Frankfurter Allgemeine Zeitung hat Ende Mai die Ergebnisse einer Umfrage veröffentlicht, wonach von deutschen Unternehmern die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen bei ihren Handelspartnern in China zu 30 % als gut oder sehr gut bewertet werden und nur zu 6 % als ungenügend. Bei den USA sind die vergleichbaren Ziffern mit 17 % guten oder sehr guten Rahmenbedingungen und 15 % ungenügend wesentlich schlechter. In welche Richtung wird man sich da wohl bemühen und bewegen?

Die Risiken treffen Europa zum Teil auch aus eigener Schuld: Ein weitgehend un geregelter Brexit, ein Italien, das von der EU alle Vorteile haben möchte, sich aber an keine Budgetregeln hält, und eine Währungspolitik, die trotzdem sich vor allem an den Erfordernissen gerade dieses Landes orientiert. Jeder weiß, dass der Euro auf Dauer nur mit viel Disziplin zu halten ist, aber so unterstützt die europäische Währungspolitik vor allem die Disziplinlosigkeit. Zugleich betreibt man eine Politik gegenüber Russland, die sich an Moral statt am wechselseitigen Nutzen orientiert. Überhaupt fehlt es an einer konsistenten politischen und wirtschaftspolitischen Linie, wie man einerseits dem schlaun Konzept der Chinesen und andererseits dem rabiaten Konzept eines Trumps begegnet. Europa braucht dringend eine Strategie, um sich international behaupten zu können. Der scheidende Generaldirektor der Voest Wolfgang Eder hat es gerade deutlich genug gesagt: „Die EU wird von den Amerikanern und auch den Chinesen als politisches und wirtschaftliches Weichei empfunden“. Das macht die vielen Risiken nur noch größer.

Wir sehen daher – entgegen der alten Weisheit, Prognosen von Währungen wegen der enormen Komplexität solcher Märkte besser zu unterlassen – längerfristig eine ziemliche Wahrscheinlichkeit für eine weitere Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar. Wie Frau Lagarde an der Spitze der EZB agieren wird, und ob das Konsequenzen für den Euro-Kurs haben wird, bleibt abzuwarten. Zu befürchten ist allerdings, dass sie als Französin, denn französische Vorstellung von einer europäischen Bankenunion durchaus zugeneigt ist. Für deutsche und österreichische Banken und Sparer ist das nicht unbedingt eine gute Perspektive.

3 Kann man bei diesem Zinsniveau überhaupt noch festverzinslich veranlagen?

Unter Draghi hat es die europäische Zentralbank geschafft, die Zinsen 8 Jahre lang überhaupt nicht anzuheben. Die FED im Vergleich dazu hat die Zinsen im letzten Jahr dreimal angehoben. Die EZB hat damit auf den letzten, nunmehr langsam zu Ende gehenden Konjunkturzyklus überhaupt nicht reagiert. Und kürzlich hat auch die FED Zinssenkungen für den Fall angekündigt, dass die Konjunktorentwicklung dies erfordern könne.

Insgesamt sind derzeit jedenfalls Hunderte Milliarden in Anleihen (manche Schätzungen sprechen sogar von 12.000 Milliarden, aber das scheint uns wenig plausibel) im Effekt fast oder völlig unverzinst. Das heißt aber für den Anleger, dass man Anleihen nicht mehr wegen der Zinsen kaufen kann, sondern nur dann, wenn man eine Chance auf noch weitere Zinssenkungen sieht, die wenigstens weitere Kursgewinne bringen würden. In den USA besteht dafür noch etwas Spielraum, in Europa kaum. Zweijährige italienische Anleihen rentieren derzeit mit praktisch Null. Das ist nurmehr verrückt.

Wir sehen nicht, was eine weitere Zinssenkung in Europa bringen sollte. Eine stets kritische Größe für das Wachstum jeder Wirtschaft sind die Investitionen. Aber die Unternehmen, die Investitionen planen, sind derzeit durch die Unsicherheiten über die künftige Entwicklung des Welthandels und der Weltpolitik viel mehr beeinflusst als durch die Zinshöhe. Und die Hoffnung, wonach niedrige Zinsen die Inflation fördern sollen – weil dadurch die Nachfrage belebt wird, erweist sich schon seit Jahren als bloße Illusion. Für die Entwicklung der Nachfrage bietet die „permanent income theory“, wonach Kaufentscheidungen der Konsumenten vor allem von deren eigenen längerfristigen Einkommenserwartungen abhängen, eine viel bessere Erklärung. Und die Preisbildung der Verkäufer hängt viel stärker vom jeweils vorhandenen Konkurrenzdruck ab.

Ein von der EZB gelegentlich verwendetes Argument ist die sogenannte Philipps – Kurve, wonach mit höherer Inflationsrate die Beschäftigung zunimmt. Dieser Zusammenhang war im 19. Jahrhundert deutlich, im 20. schon weniger und ist in den letzten Jahrzehnten empirisch überhaupt nicht mehr nachweisbar.

Übertreibungen bei den Zinsen nach unten könnten sogar dazu führen, dass eine Art Schwund-Geldeffekt entsteht, Geld würde durch Negativverzinsung immer weniger. Bei Konsumenten, die kaum sparen können, ändert sich wenig. Aber wer sparen kann, wird eher zur Flucht in Sachwerte neigen. Das bringt dann Preiseffekte etwa auf dem Immobilienmarkt, aber nicht bei den Verbraucherpreisen. Und international wäre eine Art Schwundgeld für den Euro überhaupt verheerend. Welche Notenbank der Welt könnte es dann noch verantworten, den Euro als Reservewährung zu halten?

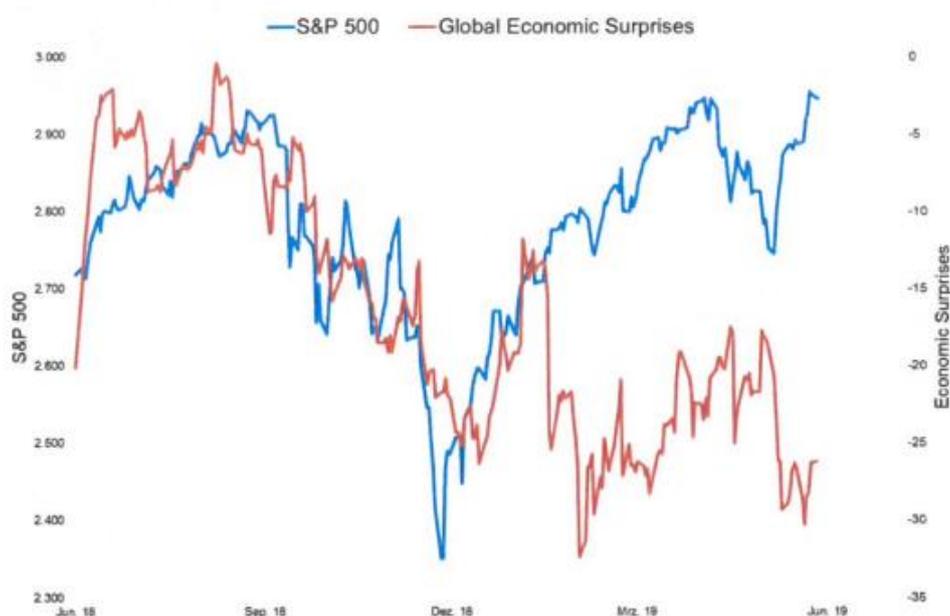
Was für Anleihen gilt, gilt auch für Anleihefonds, vor allem für solche, die sich schwergewichtig auf den Euro spezialisiert haben. Aber auch Währungsrisiken sind derzeit besonders schwer überschaubar. Ein theoretischer Ausweg sind High Yield – Anleihen, aber soll man das mit höheren Zinsen verbundene höhere Risiko ausgerechnet in einer Zeit auf sich nehmen, in der die Konjunktur schwächelt?

Eine der Konsequenzen sinkender Zinsen ist die Preissteigerung bei Gold. Mit zusätzlichen Umschichtungen von Cash in Gold und damit mit weiteren Preissteigerungen kann durchaus gerechnet werden. Wir sehen allerdings keine seriösen Anhaltspunkte für ein konkretes Preisziel. Der Preis des Goldes wird auch in Zukunft nicht von Fundamentaldaten abhängen, die sich für Gold nun einmal nicht objektivieren lassen, sondern von der Spekulation.

4 Aktien trotz schwächerer Konjunkturaussichten?

Derzeit spielen die niedrigen Zinsen für die Kursentwicklung vieler Aktien offenbar eine größere Rolle als das Konjunkturgeschehen. Aber auf Dauer hängen Aktienkurse von der Gewinnentwicklung der Unternehmen ab, und die ist bei rückläufiger Konjunktorentwicklung beeinträchtigt. Nur hat sich zuletzt zwischen Konjunkturverlauf und Aktienkursentwicklung ein negativer Zusammenhang ergeben, völlig entgegen dem ansonsten üblichen Muster.

S&P Index einerseits, Fundamentaldaten (laut FED) andererseits



Quelle: Phaidros Fund, Aktuelle Publikation 27.6.

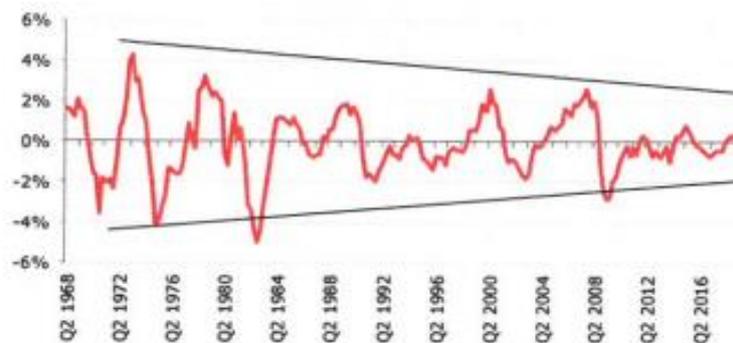
Freilich fühlen sich erkennbar nicht alle Investoren wohl bei dieser Entwicklung. In auffällender Übereinstimmung sind an den europäischen Börsen wie Euronext, deutsche Börse und Swiss Exchange die Umsätze von Anfang Jänner bis Anfang Mai zwischen 10 und 18 % zurückgegangen. Offenbar wird von Vielen jetzt einmal abgewartet.

Denn werden die niedrigen Zinsen weiterhin für positive Aktienkurse sorgen, oder könnte sich der Faktor eines etwaigen Konjunkturrückganges als stärker erweisen?

Eine teilweise Antwort lässt sich aus dem beachtenswerten Phänomen ableiten, dass die konjunkturellen Schwankungen in den letzten Jahren zumindest in den USA langsam, aber stetig geringer geworden sind. Folgt auch die weitere wirtschaftliche Entwicklung diesem bisherigen Muster (und folgt am Ende doch Trump den Stimmen der Unternehmen, die über seine Politik zunehmend besorgt sind), dann bestehen gute Chancen auf eine weiterhin positive Entwicklung der Aktienkurse, auch wenn die Dynamik der ersten Jahreshälfte sich wohl kaum wiederholen dürfte.

Wie aus der nachstehenden Graphik ersichtlich, kann man aus den immer geringer gewordenen Abweichungen der jeweiligen Wachstumsraten vom Durchschnitt in den letzten Jahrzehnten ja doch ein wenig Optimismus ableiten

Änderungsraten des US – Sozialproduktes im Zeitablauf



Quelle: Bankhaus Warburg.: Ist der Konjunkturzyklus tot der schläft er nur? 16.5.2019

Für konjunkturrempfindliche Branchen ist trotzdem heute nicht unbedingt der richtige Zeitpunkt. Aber auch im High Tech Bereich werden die Karten neu gemischt. Unternehmen wie Facebook und andere Datensammler stehen unter zunehmend kritischer Beobachtung, Zulieferer von Huawei - und das sind viele - kämpfen gerade mit der US - Regierung um die Erlaubnis der Weiterbelieferung, die Trump nach den letzten Gesprächen mit Xi (nur) in Ausnahmefällen erteilen will. Und unter den Herstellern der unterschiedlichsten Komponenten, von Chips bis Smartphones, herrscht erbarmungs-loser Wettbewerb. Wir bringen abschließend ein Beispiel für einen High - Tech - Riesen, dessen Wachstumspotential noch kaum beeinträchtigt sein dürfte.

Wir sehen weiterhin solide Wachstumschancen in einer Reihe von weitgehend konjunktur-unempfindlichen Branchen wie in der Lebensmittelindustrie, in der Infrastruktur, vor allem in der Wasserversorgung und -Entsorgung, im Betrieb von Stromnetzen, in der Müllentsorgung und im Recycling, sowie bei Flughäfen. In der Medizin gibt es geradezu dramatische Fortschritte, und das gleich aus mehreren Gründen. Bei Medikamenten sind es die neuen Möglichkeiten der Genmanipulation und der gezielten Eingriffe in die komplexen Prozesse beispielsweise bei der Entstehung von Tumoren. In der Diagnose sind es die erweiterten Fähigkeiten künstlicher Intelligenz, und in der Operationstechnik der zunehmende Einsatz von Robotern.

Und nicht alle Branchen sind so konjunkturrempfindlich, wie sie es einmal gewesen sind. Sollte sich Deutschland einmal zu einem konsequenteren Vorgehen bei der Sanierung seiner maroden Infrastruktur von Brücken und Autobahnen entschließen, dann bekäme sogar die historisch eher konjunkturrempfindliche Bauwirtschaft, die schon jetzt im Bereich des Hochbaues ganz gut ausgelastet ist, weitere Impulse.

Auch das Verkehrswesen steht vor dramatischen Umwälzungen. Aber wir sind uns nicht sicher, ob der Umstieg von Dieselaufos auf Elektroautos schon der Weisheit letzter Schluss ist. Die Möglichkeiten der Wasserstofftechnologie sind noch keineswegs ausgeschöpft, und jedenfalls

noch lange nicht wirklich überschaubar. So oder so wird aber der Anteil der öffentlichen Verkehrsmittel am Gesamtverkehr steigen müssen, aus Gründen des Umweltschutzes, wegen der Überlastung der Verkehrswege und nicht zuletzt aus ganz einfachen Platzgründen. Wir leben in einer spannenden Welt, in der sich unfassbar viele Chancen weiterer Entwicklungen abzeichnen. Aber die Frage, welche in Sackgassen münden und welche über besonderes Potential verfügen, muss täglich neu gestellt werden.

Wir wollen wie üblich mit einigen Hinweisen auf Aktien schließen, die sich im Übrigen je nach erforderlichem Zeithorizont der Veranlagung und Höhe des Risikos recht deutlich unterscheiden. Beginnen wir mit einer Eisenbahn, die als Aktiengesellschaft organisiert ist. Das gilt für praktisch alle amerikanischen Eisenbahnen, sie unterscheiden sich nach Streckennetz und Struktur des Passagier- und Lastverkehrsaufkommen beträchtlich.

Auch sind sie relativ stark konjunkturabhängig, weil das Frachtaufkommen entsprechend schwankt. Aber langfristig profitieren sie von der wachsenden Wirtschaft, dem zunehmenden Umweltbewusstsein und dem zunehmenden Anteil des öffentlichen Verkehrs. Eine Linie, die langfristig unseres Erachtens besonders gute Perspektiven hat, ist **Canadian National Railway** (Code CNI). Das Unternehmen verfügt über ein konkurrenzloses Streckennetz, nämlich als einziges in Kanada vom Pazifik durchgängig bis zum Atlantik, und darüber hinaus, auch über Partnerschaften, quer durch die USA bis hinunter zum Golf von Mexico. Das Unternehmen ist von den meisten Analysten nur mit "Hold" bewertet, und ist mit seiner nördlich gelegenen Hauptstrecke allen Problemen ausgeliefert, die ein strenger Winter mit sich bringen kann. Aber es ist allein schon auf Grund seines Netzes hervorragend für die Zukunft aufgestellt, baut übrigens dieses Netz konsequent weiter aus, hat ein vergleichsweise günstiges Kurs - Gewinn Verhältnis von aktuell unter 17 und bietet eine Rendite von derzeit effektiv 1,7 %.

Einen High – Tech – Wert möchten wir doch herausheben, und zwar das chinesische Unternehmen **Alibaba**. Der Kurs dieses Wertes hat eine Zeitlang unter den chinesisch amerikanischen Spannungen gelitten, aber das zu Unrecht. Denn Alibaba ist zunächst einmal eine Kopie von Amazon, aber erstens in einem ganz anderen und viel größeren, nämlich dem asiatischen Markt aktiv, zweitens in einer viel früheren Phase der Marktdurchdringung als Amazon – was sich in enormen Wachstumsraten jenseits der 50 % widerspiegelt - und ist drittens viel mehr als Amazon. Alibaba hat bereits ein eigenes Zahlungssystem entwickelt und betätigt sich außerdem als Anbieter von Speicherlösungen in der Cloud, eine ebenfalls nach oben offene Form der Datenverarbeitung und vor aller Dienstleistung. Alibaba ist ein wesentlicher Bestandteil der chinesischen IT- Landschaft und wird damit wohl noch lange kräftig wachsen.

Auch der dritte Wert, den wir hier erwähnen möchten, stammt nicht aus Europa, er ist aber nur etwas für ausgesprochen risikofreudige Spekulanten. Schließlich handelt es sich um ein Unternehmen in Kasachstan. Der hohe Goldpreis begünstigt natürlich auch die Erträge der Goldminen. **Anglo-Asian Mining (Code AAZ)** ist ein in London börsennotiertes, aber in Kasachstan tätiges Unternehmen. Es verfügt über beste Beziehungen zur Regierung, was in dieser Weltgegend immer wichtig ist, aber es verfügt auch über Reserven, die derzeit mit mehr als einer Million

Unzen Gold geschätzt werden, und noch einmal über die gleiche Menge an Reserven in Silber. Was diesen Goldförderer so attraktiv macht, sind erstens die niedrigen Förderkosten je Unze. Diese werden vom Unternehmen mit zuletzt 541 \$ je Unze angegeben und liegen damit deutlich unter den Kosten so mancher bekannten weit größeren Goldminen. Dementsprechend hoch ist auch der Cash Flow. Sollte der Goldpreis nicht unter 1350 \$ je Unze sinken, so würde allein der Freie Cash Flow der nächsten 6 Jahre mehr ausmachen als die gesamte aktuelle Börsenbewertung.

Wien, 2.7.2019

PRIVATCONSULT Vermögensverwaltungsgesellschaft m.b.H.

Impressum: PRIVATCONSULT Vermögensverwaltung GmbH ist eine im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien zu FN 195763m eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es besteht keinerlei Treuhandchaft. PRIVATCONSULT erbringt Dienstleistungen auf Basis der von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) erteilten Konzession. PRIVATCONSULT ist keine Rechtsanwalts-, Steuerberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und erbringt keine Dienstleistungen, die diesen Berufsständen vorbehalten sind.

Disclaimer: Diese Aussendung ist eine Zusammenstellung von gesammelten Informationen über allgemeine wirtschaftliche Rahmenbedingungen und Entwicklungen. Sie wurde von PRIVATCONSULT mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind die von PRIVATCONSULT zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, gegebenenfalls unter Einschaltung eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen. Das vorliegende Dokument ist ausschließlich für Anleger in Deutschland und Österreich bestimmt. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Diese Aussendung ist daher im Sinne des WAG rechtlich lediglich als Marketinginformation zu verstehen, und nicht als Verkaufsprospekt. Alle Angaben in diesem Bericht stammen aus für zuverlässig gehaltenen Quellen, sind aber ohne Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der jeweiligen Information. Eine Haftung für direkte oder allfällige Folgeschäden aus der Nutzung dieser Informationen ist daher ausgeschlossen. Diese Aussendung bedeutet daher weder eine Finanzanalyse noch eine Anlageberatung im Sinne des WAG oder BWG noch eine verbindliche Auskunft. Weil es sich nicht um eine Finanzanalyse handelt, wurde diese Ausarbeitung auch nicht unter Einhaltung der Vorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Jegliche Erwähnung eines Wertpapiers ist als Weitergabe einer bei Dritten eingeholten Sachinformation zu werten, die den gerade genannten Einschränkungen unterliegt, und damit weder als pauschale Kauf- oder Verkaufsempfehlung, noch als persönliche Empfehlung an den Empfänger dieser Aussendung zum Kauf oder Verkauf eines der Wertpapiere. Auf die Zukunft bezogene Aussagen sind allein auf Grund heutiger oder vergangenheitsbezogener Daten erstellt und unterliegen daher erheblichen Unsicherheiten. Auch ist es nicht möglich, im vorliegenden Zusammenhang alle Risiken zu erwähnen, die bei der Entscheidung über Investitionen in erwähnten Veranlagungsinstrumenten berücksichtigt werden sollten. Grundlage für Investitionsentscheidungen können immer nur die individuellen Verhältnisse und Risikoprofile sowie eine vollständige und aktualisierte Datenlage sein.