

### Finanzmarktausblick 2015:

#### Prolog:

#### **Das nicht thematisierte Risiko der Entglobalisierung als Folge der westlichen Geopolitik und ein „Beipackzettel“ der Risiken**

Das Jahr 2014 lieferte uns eine extreme Vielfalt an Themen in Politik, Finanzmarkt und Wirtschaft. Die darin enthaltene Komplexität wurde jedoch nur in zartesten Ansätzen medial umgesetzt. Fakt ist, dass diese Themen miteinander verbunden sind und in Richtung des Risikos einer Entglobalisierung weisen.

Das Mittel der Abstraktion ist erforderlich, um die darin enthaltenen Tendenzen für die Gesellschaft, die Wirtschaft und die Finanzmärkte zu erkennen und vor allen Dingen zu benennen. Mehr noch sind die daraus resultierenden Folgen sachgerecht einzuordnen und zu prognostizieren. Diese Übung der Abstraktion ist unausgeprägt.

Das entscheidende Thema, das uns 2014 bewegte und uns in den kommenden Jahren weiter bewegen wird, stellt die Auseinandersetzung um Macht auf globaler Ebene dar.

Dabei geht es um die Auseinandersetzung des „Westens“ mit den aufstrebenden Ländern. Dieses Thema wurde bereits Ende 2007 in dem Buch „Endlich Klartext“ (Seiten 126 – 136) erörtert. Jedes einzelne Wort dieses Kapitels gilt bis heute und gewinnt täglich an Bedeutung.

Immer stärker bestimmt Geopolitik das Feld der makroökonomischen Entwicklungen und Prognosen. In der Folge dominiert die Geopolitik auch die Entwicklungen an den Finanzmärkten.

Vor diesem Hintergrund müssen heute politische Prognosen immer makroökonomischen und mikroökonomischen Prognosen vorgeschaltet sein, wenn sie Realitätsnähe beanspruchen.

Die Konfrontation zwischen dem „Westen“ und den aufstrebenden Ländern nimmt in Form hybrider Auseinandersetzungen in den letzten Jahren latent zu, manche bezeichnen sie auch als hybride Kriege.

Auch die Form und der Verlauf der Defizitkrise der Eurozone waren und sind aktuell Ausdruck einer derartigen Auseinandersetzung (siehe u.a. Universität St. Gallen, Rolle der Ratingagenturen).

Diese Auseinandersetzungen im Rahmen der Geopolitik haben innerhalb des „Westens“ Konsequenzen.

Es ist das Bestreben der USA erkennbar, die „westlichen“ Reichen unter der aktuellen Hegemonie zu konsolidieren und zu schließen, indem US-Standards (z.B. TTIP) und das US-Geschäftsmodell (USA: elitäres Modell, Eurozone: humanistisches Modell) exportiert werden.

Hier stehen der Begriff Gleichschaltung und die Frage einer Unterordnung im Raum. Wer die Standards bestimmt, hat schlussendlich die Macht.

Exkurs:

Die irreversible Implementierung der kurzfristigen Bilanzierungsstandards in der EU (IFRS) nach dem Grundmodell der US-Bilanzierung, die für die Struktur einer Wirtschaft und damit Gesellschaft von höchster Bedeutung sind, ist mahndes Beispiel.

Diese Standards wurden und werden von einer privaten Gruppe bestehend aus 14 Personen im International Accounting Standard Board beschlossen und werden in der EU durch ein besonderes Anerkennungsverfahren ("Endorsement") zu verbindlichem EU-Recht und automatisch auch zu nationalem Recht.

Mithin werden die Rahmenbedingungen für Wirtschaft und in der Folge Gesellschaft von einem nicht direkt demokratisch legitimierten Gremium bestimmt. Das ist eine massive Determinationsmacht außerhalb jedweder Interventionsmöglichkeit der amtierenden demokratisch legitimierten Kräfte der EU und der nationalen Regierungen.

Wirtschaft, vor allen Dingen die Soziale Marktwirtschaft und Gesellschaft basieren auf dem Prinzip der Nachhaltigkeit, die Charaktermerkmale des Marathons aufweisen.

Die Ausrichtung durch die Bilanzierungsstandards IFRS auf Sprint ist einer der ursächlichen Gründe für

- hohe Volatilitäten an Finanzmärkten,
- der Unterordnung der Realwirtschaft unter die von den USA/UK geführte Finanzwirtschaft
- und der ökonomischen und gesellschaftspolitischen Ausrichtung auf kurzfristige Ziele

mit der ultimativen Folge des Krisenpotpourris der letzten 15 Jahre.

Hybride Auseinandersetzungen sind nichtmilitärischer Art. Sie werden im Rahmen der ordnungspolitischen Machtpotentiale (Dazu „Endlich Klartext“, Seiten 33 – 81) geführt.

Zu dem „westlichen“ Machtpotential gehört vor allen Dingen die Dominanz des Finanzsektors mittels der Zentren New York und London. Das Bankenoligopol, das sich in den letzten 25 Jahren entwickelt hat, wirkt wie eine Armee und hat eine massive Preissetzungskraft an den Finanzmärkten (Währungen, Rohstoffe etc.). Auch die Leitbörsen sind noch im westlichen Raum angesiedelt.

Ob die Nutzung dieser Ressource ebenso wie die massiv veränderte Struktur im westlichen Finanzsektor (Oligopol) in der geopolitischen Auseinandersetzung noch etwas mit freien Märkten zu tun hat, soll hier bewusst nicht diskutiert werden. Eine Diskussion wäre jedoch hinsichtlich der Funktion von Märkten bezüglich der kritischen Aspekte Allokation und Fehlallokation (siehe Adam Smith) als auch des Aspekts des politischen Marktmissbrauchs längst überfällig.

Die politische Korrektheit im Fahrwasser erkennbarer US-Interessen (u.a. NSA/Snowden, Völkerrecht), die uns im „Westen“ auszeichnet, verhindert dabei einen sachlichen Diskurs in der Öffentlichkeit. Die mediale Gängelung lenkt in der Tendenz von diesen für unsere Gesellschaften elementaren Themen ab.

Dabei steht aus Sicht Kontinentaleuropas das Gesellschaftsmodell der grundsätzlich humanistisch geprägten Demokratie (auch Garantie der Privatsphäre) zur Disposition. Die soziale Marktwirtschaft ist der ökonomische Fruchtstand dieser gesellschaftspolitischen Prägung. Die soziale Marktwirtschaft ist durch die im Raum stehenden Strukturveränderungen auch im Finanzsektor (u.a. tragende antizyklische Rolle der Sparkassen und Volksbanken) enormen Herausforderungen ausgesetzt.

Dieses Thema wird hier bewusst aufgenommen, um zu verhindern, dass man später nicht lapidar sagen kann, es hätte keiner wissen können!

Nach diesem kurzen Exkurs der Folgen der aktuellen Geopolitik für die Eurozone, gilt es, sich dem Thema der Auseinandersetzung mit den aufstrebenden Ländern zuzuwenden.

Die Verschiebung der finanzökonomischen Machtachse läuft auf vollen Touren. Nur vor diesem Hintergrund sind die geopolitischen Entwicklungen im Rahmen der „westlichen“ Interventionen von Afghanistan, Irak über Libyen, Syrien und die Ukraine erklärbar.

Es handelt sich um eine Auseinandersetzung um Macht zwischen dem Teil, der bei der finanzökonomischen Machtachse sichtbar an Statur verliert („Westen“), aber noch die politischen Machtachsen und Strukturen dominiert und dem Teil, der an finanzökonomischer Statur gewinnt und diesen politischen Status nicht länger akzeptieren will.

Seitens der aufstrebenden Länder hat man sich seit mehr als 10 Jahren erfolglos bemüht, in dem westlichen System fair und angemessen berücksichtigt zu werden. Das gilt auch für Russland.

In dem letzten World Economic Outlook des Internationalen Währungsfonds per Oktober 2014 sind dramatische Veränderungen in der Gewichtung der Weltwirtschaft erkennbar.

Die Industrienationen haben laut den Berechnungen per Ende 2013 nur noch einen Anteil an der Weltwirtschaft von 43,6%. Die aufstrebenden Länder stehen für 56,4% der Weltwirtschaftsleistung. Mit den Wachstumsdifferenzen per 2014 wird sich diese Achse weiter zu Lasten des Westens verschieben.

Die aufstrebenden Länder stellen auch 85,3% der Weltbevölkerung gegenüber 14,7% in den entwickelten Ländern. Mehr noch kontrollieren sie mehr als 70% aller Devisenreserven der Welt.

Sie haben in einer Durchschnittsbetrachtung weder die westlichen Verschuldungs- noch vergleichbare Demographie Probleme auf absehbare Zeit.

Vor diesem Hintergrund stellt die Verweigerung des „Westens“, politische Macht angemessen zu teilen, das größte Hindernis für eine nachhaltige Wiederbelebung der Weltwirtschaft dar.

Die bewusste Verweigerung einer evolutionären Lösung schafft zusätzlich das Risiko einer erneuten Teilung der Welt, die ökonomisch einer Entglobalisierung gleich käme.

Mauern werden derzeit erkennbar zwischen Westeuropa und Russland aufgebaut. Eine isolierte Betrachtung greift zu kurz. Es handelt sich schlussendlich um eine Mauer zwischen aufstrebenden Ländern und dem „Westen“.

Aktuell fällt diese Politik maßgeblich Europa und Russland konjunkturell auf die Füße.

Die „westliche“ Politik zwingt die aufstrebenden Länder vor dem Hintergrund der Verschiebung der finanzökonomischen Machtachse förmlich dazu, sich zu emanzipieren.

Die Gründung der New Development Bank (Gründer: Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika - Alternative zu IWF) und die Gründung der asiatischen Entwicklungsbank (Gründung 2014 von 21 asiatischen Ländern, Alternative zu Weltbank) sind nur zwei Beispiele.

Die Shanghai Corporation (SCO) baut in den kommenden Dekaden massiv die eurasische Infrastruktur (u.a. Seidenstraße, Infrastruktur bis Indien, Korea etc.) auf. Der Aufbau der Infrastruktur wird übergreifend spätestens ab Mitte 2016 in der Umsetzung das Wachstum erheblich treiben (quantitatives Wachstum mit hohem Rohstoffverzehr) und im Rahmen der Erschließung dieser Wirtschaftsräume und des dortigen Humankapitals positive konjunkturelle Akzente setzen, die aktuell nicht bezifferbar sind.

Dabei steht China fest an der Seite Russlands. Anders sind die 38 Verträge (maßgeblich Infrastruktur) mit bis zu 30-jährigen Laufzeiten, die im Frühjahr auch als Konsequenz der Ukraine Krise geschlossen wurden, nicht zu interpretieren.

Ebenso ist das Thema South-Stream und der zarte Schulterschluss Russland/Türkei Ausdruck der SCO-Politik, die immer mehr Freunde und Assoziierte unter den aufstrebenden Ländern gewinnt.

Diese Entwicklungen müssen als eine Antwort auf die Glaubwürdigkeit der Außenpolitik des Westens interpretiert werden, die von vielen Seiten als mindestens asymmetrisch klassifiziert wird (u.a. Völkerrecht). Daraus folgt eine Abwendung vom „Westen“ und seinen vermeintlichen Standards.

Der letzte APEC-Gipfel (Asia-Pacific Economic Cooperation, 21 asiatische Länder) war eine Lektion für die USA und die nicht einmal anwesende EU.

Die USA versuchten ihr transpazifisches Freihandelsabkommen unter Ausschluss Chinas und Russlands (= 20% des Welt-BIP!) an den Mann und die Frau zu bringen. Sie scheiterten grandios.

Das von den Chinesen vorgelegte Freihandelsabkommen (FTAAP) fand breite Zustimmung und wird von den Teilnehmern weiter verfolgt.

- Was bedeutet das für unser aktuell verhandeltes Freihandelsabkommen mit den USA vor dem Hintergrund der veränderten Anteile an der Weltwirtschaft und der offensichtlichen Machtpolitik, die den Freihandelsabkommen (versuchter Ausschluss Russlands und Chinas) zukommt?
- Was bedeutet die Sanktionspolitik der EU und Deutschlands?
- Was bedeutet die ökonomische Unzuverlässigkeit der EU und Deutschlands für die Partizipation an einer sich weiter dynamisch veränderten Weltwirtschaft zu Gunsten der aufstrebenden Länder?
- Cui bono?

Dieser Prolog soll verdeutlichen, dass die Risiken der Geopolitik, denen sich die Eurozone und auch Deutschland sowohl strukturell als auch konjunkturell aussetzt, erheblich sind.

Das gilt vor allen Dingen auch für die Reformländer der Eurozone, die ihre internationale Konkurrenzfähigkeit unter größten innenpolitischen Schmerzen wiederherstellen, um jetzt durch Geopolitik um Teile ihres Erfolgs und zukünftiger Absatzmärkte gebracht zu werden.

Schlussendlich kauft sich die Eurozone neue existentielle Probleme ein, die von der EZB definitiv nicht lösbar sind!

Was heißt das für das deutsche exportseitige Geschäftsmodell und die Stabilität unserer Gesellschaft?

- **Rückblick 2014: Konjunktur enttäuschend**
- **Zwei Szenarien in der Prognose 2015**
- **Aristoteles gegen Greenspan, Rubin, Summers und Krugman**
- **Fallende Energiepreise und Niedrigzinsniveau unterstützen Weltkonjunktur 2015**
- **Volatilität an FX-Märkten Vorbote eines Währungskriegs und einer Währungskrise?**
- **Eurozone: Strukturelle Erfolge in Reformländern deutlich**
- **Eurozone: Hausaufgaben in der Eurozone nicht abgearbeitet**
- **Eurozone: EZB Vollgas mit Nebenwirkungen?**
- **Eurozone: Schwächerer Euro unterstützt Europas Südschiene**
- **Eurozone: Junckers Investitionsprogramm unterstützt Konjunktur und Struktur**
- **Eurozone: Politische Risiken nehmen in der Eurozone zu**
- **USA: Dilemma 2008 „reloaded“?**
- **USA: Ist eine wirkliche Zinswende überhaupt möglich?**
- **USA: US-Marktmisbrauch und aggressive US-Geopolitik Ausdruck struktureller Schwäche?**
- **Prognosen**

### Rückblick 2014: Konjunktur enttäuschend

Das Jahr 2014 stellt konjunkturell eine Enttäuschung dar. Nach einem fulminanten Start, basierend auf endogener Stärke (u.a. wehen Untersättigung Investitions- und Lagerzyklus) kam es global zu einer Entschleunigung der Konjunkturdynamik maßgeblich bedingt durch exogene Effekte aus der veränderten geopolitischen Lage. Diese negative Tendenz war auf globaler Ebene heterogener Natur.

Die geopolitische Zuspitzung zeigte ihre Auswirkungen maßgeblich in der Eurozone. Dabei setzten die Reformländer Spanien, Portugal, Irland und Griechenland dennoch positive Akzente (Aristoteles), während die Länder, die ausgeprägtes Osteuropageschäft haben, von stärkeren Einbrüchen geprägt waren. Auch Frankreich und Italien, die bisher Halbherzigkeit in der Reformpolitik an den Tag legten, enttäuschten.

Die Konjunktur der USA lieferte nach einem durch Unwetter bedingten Einbruch am Jahresbeginn im Jahresverlauf eine positive Performance.

Die aufstrebenden Länder offerierten ein durchwachsenes Bild. Während Indien positive Akzente setzte, lieferte China ein auskömmliches Konjunkturbild. Brasilien und auch Russland verfehlten dagegen die Prognosen deutlich.

Länder BIP 2014	IWF WEO 10/2013 Prognose	IWF WEO 10/2014 Prognose
Weltwirtschaft	3,6%	3,3%
USA	2,6%	2,2%
Eurozone	1,0%	0,8%
Spanien	0,2%	1,3%
Portugal	0,8%	1,0%
Irland	1,8%	3,6%
Griechenland	0,6%	0,6%
Frankreich	1,0%	0,4%
Italien	0,7%	-0,2%
Finnland	1,1%	-0,2%
Österreich	1,6%	1,0%
Deutschland	1,4%	1,4%
China	7,3%	7,4%
Indien	5,1%	5,6%
Brasilien	2,5%	0,3%
Russland	3,0%	0,2%

### Zentralbankpolitische Entwicklungen trugen zu dem Konjunkturverlauf bei.

Die EZB überraschte mit ihren Zinssenkungen von 0,25% auf 0,05% als auch einer Ankündigung quantitativer Maßnahmen in einer Größenordnung von 1 Billion Euro. Gleichzeitig hat die Bank of Japan ihre quantitativen Maßnahmen ausgeweitet. Insgesamt ergibt sich aus diesen Maßnahmenpaketen eine monatliche Überschussliquidität in Höhe von knapp 100 Mrd. USD. Die eingestellten quantitativen Maßnahmen der Federal Reserve, die in der Spitze bei 85 Mrd. USD lagen, sind damit mehr als aufgewogen.

Die mit diesen Maßnahmen einhergehenden Abwertungen sowohl des JPY als auch des Euros haben auf wesentliche Teile Japans und auch der Eurozone exportseitig stimulierende Wirkungen. Die gleichzeitig eingesetzte Baisse bei systemisch relevanten Rohstoffen, unter ihnen Energie, Erze und Metalle haben die inflationären Folgen dieser Abwertungen in wesentlichen Teilen neutralisiert.



### Zwei Szenarien in der Prognose 2015 und eine Mahnung – politische „Vorarbeit“

Die geopolitischen Unsicherheiten einerseits als auch die politischen Unsicherheiten, die aktuell in der Eurozone aufflammen, zwingen, bezüglich der Prognose zwei Szenarien anbieten zu müssen.

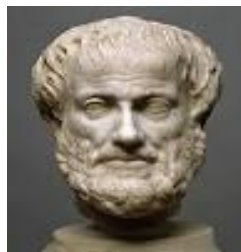
Das **Basisszenario mit einer 60% Wahrscheinlichkeit** unterstellt eine sukzessive Entspannung der Ukraine Krise im Jahresverlauf 2015, keine Verschärfung der geopolitischen Situation auf globaler Ebene und keine größeren politischen Unfälle in der Eurozone. In diesem Szenario kann es insbesondere im 2. Halbjahr zu Aufholeffekten im Investitions- und Lagerzyklus kommen, die durch die aktuell dominierenden politischen Risiken aufgeschoben wurden.

Das **Risikoszenario mit einer Wahrscheinlichkeit von derzeit 40%** unterstellt eine Fortsetzung der Ukraine Krise und eine leicht zunehmende Sanktionsspirale seitens des „Westens“, auf die Russland gezwungen wäre, zu reagieren. Auf globaler Ebene (Naher Osten, Südchinesisches Meer) bliebe der aktuelle Status Quo gegeben. In diesem Szenario sind nachhaltige politische Unfälle in der Eurozone unberücksichtigt. Es inkludiert verstärkte Spannungen innerhalb der Eurozone, die jedoch in überschaubaren Zeitfenstern gelöst werden.

#### **Mahnung:**

Aus der Historie ist überliefert, dass Besonnenheit nicht immer die Grundlage internationaler Politik ist. Ergo ergeben sich theoretisch noch problematischere geopolitische Konstellationen mit entsprechend negativeren Auswirkungen auf Ökonomie, Gesellschaft und Märkte.

### Aristoteles gegen Summers, Rubin, Greenspan und Krugman



Aristoteles These gilt (freie Übersetzung): Wer Strukturen verändert, verändert Konjunkturlagen und in der Folge die Haushaltslagen.



Im Jahresausblick 2015 ist es von hervorgehobener Bedeutung, auf erhebliche qualitative Unterschiede zu verweisen, die im Rahmen einer vornehmlich quantitativen Analyse weitestgehend ignoriert werden.

Genau damit wiederholen Politik, Analysten, Volkswirte und mediale Begleiter die Fehler, die vor 2008 gemacht wurden. Auch seinerzeit hörte man nicht auf die qualitative Kritik, die unter anderem aus Bremen heraus geübt wurde.

Die These des Aristoteles galt bei den Reformen Schröders und sie gilt bei den Reformländern der Eurozone. Wir verweisen auf die Prognoseanpassungen des IWF per 2014 (siehe Seite 5 des Jahresausblicks).

Die Thesen unserer „Freunde“ aus den USA besagen, dass man mit viel Kosmetik eine gute Show machen kann. Die Realität fällt einem zu einem zukünftigen Zeitpunkt mit schwerer Maske auf die Füße. Mehr nicht, weniger auch nicht!

Zu den Fakten: Öffentliche Haushaltslagen, Daten © IWF Fiscal Monitor 10/2014

In % des BIP	Haushalt		Haushalt konjunkturell bereinigt		Primärhaushalt		Primärhaushalt konjunkturell bereinigt	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
<b>Eurozone</b>	-2,9%	-2,5%	-1,2%	-1,0%	-0,4%	0,0%	+1,2%	+1,4%
<b>Griechenland</b>	-2,7%	-1,9%	+1,6%	+1,2%	+1,5%	+3,0%	+5,4%	+5,7%
<b>Italien</b>	-3,0%	-2,3%	-0,8%	-0,5%	+1,9%	+2,9%	+4,0%	+4,6%
<b>Spanien</b>	-5,7%	-4,7%	-4,7%	-4,4%	-2,7%	-1,6%	-0,5%	+0,1%
<b>Portugal</b>	-4,0%	-2,5%	-2,4%	-1,5%	+0,3%	+1,8%	+1,9%	+2,8%
<b>Frankreich</b>	-4,4%	-4,3%	-2,9%	-2,8%	-2,3%	-2,2%	-0,9%	-0,8%
<b>Deutschland</b>	0,3%	0,2%	+0,7%	+0,4%	+1,5%	+1,5%	+1,9%	+1,7%
<b>USA</b>	-5,5%	-4,3%	-4,0%	-3,3%	-3,4%	-2,2%	-1,9%	-1,3%
<b>Japan</b>	-7,1%	-5,8%	-6,7%	-5,5%	-6,3%	-5,0%	-5,9%	-4,7%
<b>UK</b>	-5,3%	-4,1%	-4,1%	-3,6%	-3,5%	-1,9%	-2,3%	-1,5%

Zu den Fakten: Waren- und Dienstleistungsbilanz (linke Tabelle) und Exporte (rechte Tabelle) der Reformländer, Daten © Eurostat

In Mrd. EUR Eurostat 08/14	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (P)	2015 (P)
Griechenland	-26,5	-20,6	-16,9	-9,3	-4,8	-2,2	+0,5
Portugal	-12,5	-13,3	-7,4	-1,0	+1,8	+4,2	+5,8
Spanien	-20,3	-22,6	-11,0	+7,7	+24,7	+34,6	+39,8
Italien	-8,9	-30,3	-22,1	+16,7	+38,6	+47,4	+47,4
Frankreich	-34,4	-43,8	-59,3	-45,0	-40,5	-41,2	-45,6
Irland	+26,0	+29,5	+35,2	+39,7	+38,4	+40,0	+43,4

In Mrd. EUR Eurostat 08/14	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (P)	2015 (P) Delta 09/15 in %
Griechenland	44,5	49,4	52,2	52,7	53,0	54,8	57,7 +29,6%
Portugal	47,2	54,1	61,1	63,9	67,3	71,0	75,6 +60,2%
Spanien	250,6	286,1	322,7	336,0	349,1	366,6	394,5 +57,4%
Italien	360,9	412,5	455,6	473,9	474,7	489,9	516,2 +43,0%
Frankreich	440,7	494,5	538,3	557,6	560,2	577,8	613,1 +39,1%
Irland	146,4	157,8	167,0	176,7	177,1	183,3	192,3 +31,4%

Zu den Fakten: Targetsaldo der Bundesbank von 751 auf 467 Mrd. EUR, Chart © Deutsche Bundesbank

NACHRICHTLICH: Auslandsposition der Bundesbank seit Beginn der EWU / Ford. innerh. des Eurosystems / Nettoposition au TARGET2  
DMEuro, Millionen





### **Niedrige Energiepreise und Niedrigzinsniveau unterstützen Weltkonjunktur 2015**

Nachdem die Geopolitik als herausragendes Risiko klassifiziert wurde, gilt es, die Weltkonjunktur unterstützende Elemente per 2015 zu eruieren.

Die niedrigen Energiepreise entfalten außerhalb der Produzentenländer eine konjunkturell stimulierende Wirkung, da dadurch diskretionäre Kaufkraft seitens privater Haushalte anderen Verwendungszwecken in der Wirtschaft zugeführt werden kann.

Auch die Niedrigzinspolitik in Japan und der Eurozone setzt sich fort. Für die USA und Großbritannien soll eine Zinswende ab dem 2. Halbjahr ins Haus stehen. Gemäß „Aristoteles“ sind leichte Zinsanpassungen möglich, echte Zinswenden erträgt die „Kosmetik“ nicht. Bei der Thematisierung der US-Konjunktur per 2015 werden die Hintergründe tiefer gehend thematisiert.

Die hier angesprochenen Elemente haben überwiegend eine positive ökonomische Funktion bei einer quantitativen Betrachtung.

Entscheidend ist jedoch die qualitative Betrachtung. Das hinterfragt die Nachhaltigkeit dieser Einflüsse und damit die Extrapolierbarkeit bezüglich eines Trends.

Der brachiale Einbruch der Energiepreise ist nicht nur Ausdruck von Marktkräften. Fakt ist, dass es hohes Angebot gibt. Fakt ist, dass bei einem andauernd tiefen Niveau bei 60 USD oder weniger für ein Fass Öl das Angebot seitens der USA und anderer Produzenten (insbesondere neue Hochseeprojekte) mangels Profitabilität mittelfristig verkürzt wird. Ergo handelt es sich um ein temporäres Phänomen. Es wird voraussichtlich 2015 tragen, unter Umständen auch noch in Teilen des Jahres 2016. Der Aufbau der Infrastruktur in Eurasien, der ab Mitte 2016 einsetzen sollte, geht mit einem deutlich erhöhten Verbrauch an Rohstoffen einher. Das verkürzt, die Phantasie dauerhaft niedriger Preise.

Anders sieht das bei dem Zinsniveau aus. An der Determination der EZB und der Bank of Japan sollte nicht gezweifelt werden. An der Determination der Federal Reserve und der Bank of England bezüglich einer handfesten Zinswende darf gezweifelt werden. Ergo wird das Niedrigzinsniveau 2015 und voraussichtlich 2016 weiter seine konjunkturell unterstützende Wirkung entfalten.

Das Risiko unerwünschter Nebenwirkungen der Geld- und Zinspolitik nimmt dabei latent zu.

### **Volatilität an FX-Märkten Vorbote eines Währungskriegs und einer Währungskrise?**

Nach erstaunlicher Ruhe kam es an den Devisenmärkten zu sportlicher Betriebsamkeit. Ausgangspunkt waren die Zinspolitiken der EZB und Bank of Japan. Die Nutzung der Finanzmarktmacht in Folge der Sanktionspolitik gegen Russland seitens der USA darf als ein weiterer Hauptkatalysator interpretiert werden.

Damit trifft der Begriff Währungskrieg in Teilen zu. Das gilt vor allen Dingen für den Rubel, der trotz herausragender Strukturdaten bei Staatsverschuldung (13% des BIP, USA 108% des BIP), Devisenreserven in Höhe von 420 Mrd. USD (USA 120 Mrd. USD), aktueller Haushaltslage (+1,5% des BIP, USA -5,5% des BIP), aktiver Handelsbilanz (aktuell +12 Mrd. USD, USA -43 Mrd. USD) und per 2014 Wachstum auf Höhe Frankreichs bei einer Arbeitslosenrate von nur 5,3% innerhalb eines Jahres von 33 auf 79 Rubel massiv an Wert verlor. Die ukrainische Währung hat im gleichen Zeitraum gegenüber dem USD bei katastrophalen Wirtschafts- und Strukturdaten „nur“ von 8,3 auf 15,77 abgewertet. „Quod licet jovi, non licet bovi!“ Währungskrise, Währungskrieg als auch der Aggressor sind hier offensichtlich.

Zwischen den Hauptwährungen kommt es zu Neubewertungen, die weder den Begriff Währungskrieg noch Währungskrise verdienen. Sofern es nicht zu unvorhergesehenen politischen Krisen in der Eurozone (u.a. GR) kommt, sind in der Amplitude überbordende Neubewertungen 2015 für die Hauptwährungen nicht auf der Agenda.

### **Eurozone:**

#### **Strukturelle Erfolge in Reformländern deutlich**

Strukturelle Erfolge sind in der Eurozone deutlich und erkennbar. Die Reformländer haben in der Tendenz gegenüber den Erwartungen positiv überrascht. Wir verweisen auf die Tableaus auf den Seiten 5 und 8.

#### **Hausaufgaben in der Eurozone nicht abgearbeitet**

Die Hausaufgaben sind damit in der Reformpolitik innerhalb der Eurozone längst nicht abgearbeitet. Ebenso ist die Krise nicht ausgestanden. Das gilt vor allen Dingen für Frankreich und Italien. Es geht in den südlichen Reformländern um eine spürbare Deregulierung der Arbeitsmärkte und einen markanten Abbau der Administration, um angemessene Wachstumspotentiale freizusetzen und das Problem der sehr hohen Arbeitslosigkeit zu adressieren.

Wir nehmen mit Freude zur Kenntnis, dass die Arbeitsmarktreform in Italien beide Kammern passiert hat. Ebenso begrüßen wir die Pläne Frankreichs, die in diese Richtung gehen. Administrative Reformen sind jedoch genau so unumgänglich. Die Zeit wird für beide Länder knapp. Die negativen Anpassungen der Bewertungen der Länder sind nicht überhörbare Warnschüsse.

Deutschland verweigert sich der Reformpolitik. Im Gegenteil wird in einer konjunkturell positiven Phase der Anteil konsumtiver Ausgaben erhöht. Damit entspricht Deutschland nicht ansatzweise den Forderungen, die Deutschland an die Reformländer stellt. Mehr noch negiert die deutsche Politik damit die Erfahrungswerte der fehlerhaften Haushaltsführung der letzten gut 40 Jahre, als in den guten konjunkturellen Zeiten konsumtive Ausgaben erhöht wurden, um damit im nächsten Abschwung Haushaltsdefizite zu ernten.

Per 2015 wird diese Politikausrichtung keine nachhaltigen negativen Folgen zeitigen. Mittelfristig sind hier jedoch die falschen Akzente auch bezüglich der demographischen Entwicklung gesetzt.

#### **EZB Vollgas mit Nebenwirkungen?**

Die Neuausrichtung der Zins- und Geldpolitik der EZB muss als aggressiv und am Rande des Mandats der EZB eingeordnet werden. Diese Politik wird seitens der EZB mit den jüngst gesunkenen Inflationserwartungen begründet. Der EZB-Rat ist darauf fokussiert das Preisinflationsziel bei 2% nicht aus den Augen zu verlieren.

In der Tat sind die Verbraucherpreise im Jahresverlauf von 0,8% auf 0,3% gesunken. Auch die Inflationserwartungen haben sich im Jahresverlauf um circa 0,25% verkürzt.

Entscheidend ist die Frage, ob es sich bei der Preisentwicklung um einen endogen oder exogen bedingten Rückgang des Preisniveaus handelt. Die Kernrate (ohne Lebensmittel, Energie, Alkohol, Tabak) hat sich seit Januar von 0,8% auf 0,7% reduziert und oszillierte im Jahresverlauf zwischen 0,7% - 1,0%. Ergo sind exogene Faktoren, die von der EZB nicht beeinflussbar sind, maßgeblich verantwortlich für den Rückgang der Verbraucherpreise.

Grundsätzlich wirkt die Niedrigzinspolitik mit dem derzeitigen Leitzins bei 0,05% unterstützend bezüglich der Konjunkturlage. Da aber gleichzeitig durch die Außenpolitik der EU geopolitische Risiken verstärkt wurden, wurden die zinspolitischen Anreize im Keim erstickt. Auch der negative Anlagezins für den Finanzsektor, der die Kreditvergabe ankurbeln soll, wird durch das erhöhte geopolitische Risiko mindestens nivelliert.

Die geplanten quantitativen Maßnahmen der EZB in Höhe von 1 Billion Euro werden auf das Kapitalmarktzinsniveau dämpfend wirken. Damit wird insbesondere die Finanzierung der öffentlichen Haushalte in der Eurozone erleichtert. Das hilft mittelfristig strukturell bei der Sanierung der öffentlichen Haushalte.

Die größte Wirkung der Neuausrichtung der EZB wurde an den Devisenmärkten erzielt. In der Spitze sank der Euro gegenüber dem USD von knapp 1,40 auf knapp 1,23. Diese Anpassung um circa 12% hat die „Terms of Trade“ zu Gunsten der Eurozone verändert.

### **Schwächerer Euro unterstützt Europas Südschiene**

Der schwächere Euro gegenüber dem USD, der Haupthandelswährung, wirkt sich vor allen Dingen auf die Reformländer, Italien und Frankreich unterstützend aus. Hier liegt die Fertigungstiefe nicht so hoch wie in Deutschland.

Damit sind die Produktketten dieser Länder sehr viel sensibler bezüglich der internationalen Marktpreise. Hier ist eine spürbare Entlastung mit positiven Konjunkturfolgen erkennbar. Die daraus resultierende konjunkturelle Belebung ist jedoch nicht struktureller Natur (kein Aristoteles!).

### **Junckers Investitionsprogramm unterstützt Konjunktur und Struktur**

Das in Angriff genommene Investitionspaket der EU-Kommission mit einem Zielvolumen von 315 Mrd. Euro wird sich zukünftig konjunkturell, aber auch strukturell positiv auf die Konjunkturlage mittel- und langfristig auswirken. In wie weit tragende Einflüsse bereits 2015 unterstützend wirken, lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt nicht quantifizieren.

### **Politische Risiken nehmen in der Eurozone zu**

Im Jahr 2015 werden politische Risiken in der Eurozone zunehmen. Griechenland steht zunächst im Fokus. Die Eurozone wird von den anstehenden Präsidentschaftswahlen in Griechenland belastet. Ein Scheitern der Regierung Samaras mit ihrem Präsidentschaftskandidaten eröffnete die Möglichkeit einer neuen Runde der Krise der Eurozone. Als die Syriza-Partei jüngst in London auf einer Road-Show ihre Politik gegenüber Investoren hinter geschlossenen Türen vorstellte, sah man seitens der professionellen Kulisse keine Chance einer Verwirklichung des Programms. Hybris und Verknennung der ersten zarten Reformfolge zeichnen Syriza aus.

Darüber hinaus ergibt sich bezüglich der EZB-Politik Widerstand, der gerichtlich ausgefochten wird. Sofern es zu Urteilen kommen sollte, die die EZB in ihrem Interventionsmodus einschränken, wäre ein Aufflammen der Krise der Eurozone in höchstem Maße wahrscheinlich.

Mehr noch gewinnen in den großen Ländern der Eurozone Parteien an Boden, die einen Anti-Euro Kurs steuern. Jedwede größere Wahl ist diesbezüglich im Zeitlauf 2015/2016 in der Lage, auf die Eurozone destabilisierend zu wirken.

Auch fallen die globalen Folgen der Geopolitik der EU im Fahrwasser der US-Interessen voll und umfänglich in der Eurozone an und wirken auf das Sentiment der EU-Bürger negativ.

Durch die Sanktionspolitik Deutschlands und der EU wurde und wird das unverzichtbare Gut der ökonomischen Zuverlässigkeit zur Disposition gestellt. Das stellt eine mittel- und langfristig wirkende Wachstumshypothek dar, die noch nicht einmal in zartesten Ansätzen auf der politischen und ökonomischen Wahrnehmung und Agenda Deutschlands und der EU angekommen ist.

Schlussendlich sind die Folgen nicht nur auf Russland beschränkt. Die ökonomische Zuverlässigkeit steht gegenüber allen Ländern, die nicht zum engeren „Freundeskreis“ der USA gehören in Frage (Verweis auf IWF, Anteile an der Weltwirtschaft, Seite 3). Die exportseitigen Chancen der EU sind politisch markant beschädigt.

Vor diesem Hintergrund erhöhen wir das Risiko eines Auseinanderbrechens der Eurozone

- im 60% Basisszenario von 10% auf 15%
- und im 40% Risikoszenario auf 25%

auf mittlere Sicht.

### USA Dilemma 2008 „reloaded“?

Aus Krisen sollte man lernen. Es ist derzeit irritierend, dass die Lernkurven aus der Krise 2008/2009 unausgeprägt ausfallen. Schlussendlich geht es um die Frage der Nachhaltigkeit der ökonomischen Expansion.

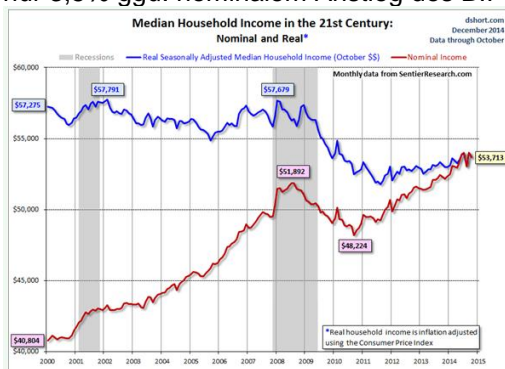
Es geht um die Frage, ob Aristoteles (Strukturreformen) oder das Team Summers, Rubin, Greenspan und Krugman (Kosmetik) richtig liegt?

Es gibt einen ernüchternden Trackrecord des US-Teams seit 1997. Eine Krise folgt der nächsten Krise. Das spricht für sich. Man könnte es als Ausdruck einer ausgeprägten Fehlsteuerung und eines Systemfehlers thematisieren.

Diese Tatsache blenden die „US-Wirtschaftsversther“ mit Unterstützung der westlichen Medienkulisse sportlich aus. Quantitativ wirken die Daten aus den USA überzeugend. Qualitativ schreckt das Gesamtbild ab.

#### Faktencheck:

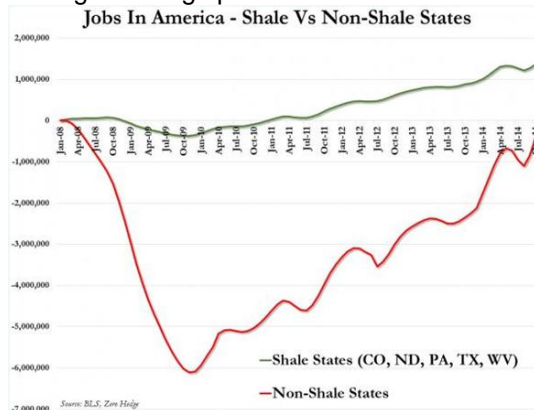
1. Keine strukturelle Gesundung der öffentlichen Haushalte (2014 -5,5% des BIP © IWF) bei mehr als 2% BIP-Wachstum!
2. Keine Gesundung bei den Außenhandelsdefiziten: 11/2008 -44,7 Mrd. USD, 11/2014 -43,4 Mrd. USD
3. Reale Einkommensverluste (blau) gegenüber 2000 – 2009, nominaler Anstieg (rot) gegenüber 2008 in Höhe von nur 3,5% ggü. nominalem Anstieg des BIP um 20%



4. Trotz massiver Subvention via MBS-Käufe keine belastbare Erholung am Immobilienmarkt

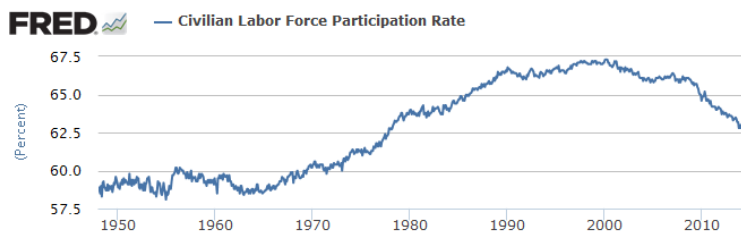


5. Der Arbeitsplatzaufbau fand maßgeblich in den Fracking- und Schieferöl-Staaten statt. Was passiert bei weiter niedrigen Energiepreisen?



6. Schwächste Partizipationsrate am US-Arbeitsmarkt seit mehr als 30 Jahren!

Civilian Labor Force Participation Rate  
**62.8 %** (2014-11-01)



7. Verschuldung wächst überwiegend dynamisch oberhalb des Anstiegs der Wirtschaftsleistung, während das reale mittlere Einkommen um 6,9% sinkt und das nominale Einkommen um nur 3,5% steigt (siehe Punkt 2) !  
Was sagt das über die Schuldentragfähigkeit und mehr noch die Chance auf eine Zinswende in den USA aus?

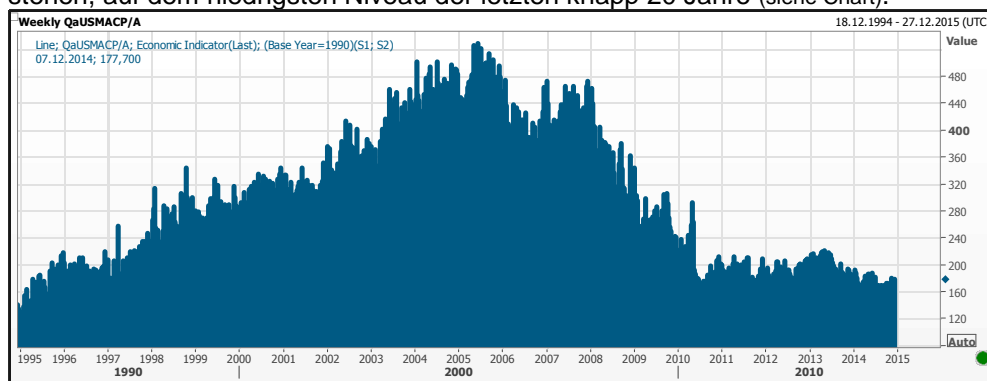
	2008	2014	Veränderung
Staatsverschuldung (30.09.)	10.000 Mrd.	17.850 Mrd.	+ 78%
Bilanzsumme der Fed (=Intervention)	800 Mrd.	4.414 Mrd.	+ 550%
Konsumkredite	2.700 Mrd.	3.200 Mrd.	+ 18,5%
Studentenkredite	577 Mrd.	1.096 Mrd.	+ 90,0%
Bezieher von „Food Stamps“	31 Mio.	46,5 Mio.	+ 50,0%
BIP	14.963 Mrd.	16.010 Mrd.	+ 7,0%



### Ist eine wirkliche Zinswende in den USA überhaupt möglich?

Ultimativ müssen Einkommen oder Vermögen Zinszahlungen und Tilgungen der Kredite ermöglichen. Bezüglich des Aufbaus der Neuverschuldung und der maladen Einkommensentwicklung bedeutet eine echte Zinswende, dass größere Teile des verfügbaren Einkommens dem Schuldendienst dienen müssten. Damit würden negative Folgen für den Konsum einhergehen. Die US-Wirtschaftsleistung ist zu 70% über den Konsum bestimmt. Ergo wären erhebliche Wachstumseinbußen die Folge.

Dem Immobilienmarkt kommt in den USA konjunkturell besondere Bedeutung zu. Die Erholung (siehe Seite 12, Punkt 4) ist im Verhältnis zur Intervention der Federal Reserve als auch im historischen Vergleich schwach. Trotz des aktuellen Niedrigzinsniveaus bewegen sich die Hypothekenanträge, die in Verbindung mit dem Kauf einer Immobilie stehen, auf dem niedrigsten Niveau der letzten knapp 20 Jahre (siehe Chart).



© Reuters

Steigende Zinsen hätten auf den Wohnimmobilien- und den Bausektor belastende Wirkung in erheblichem Umfang. Gekoppelt mit den Wirkungen der potentiellen Folgen der Zinserhöhungen auf den Konsum nähmen Rezessionsrisiken in den USA zu.

### Fazit:

Anpassungen des Leitzinses um bis zu 50 Basispunkte sind per 2015 maximal möglich (60% Szenario). Eine Zinswende, wie sie per 2017 diskontiert ist, ist in hohem Maße unwahrscheinlich, wenn konjunkturelle Unfälle größeren Ausmaßes vermieden werden sollen.

Im Gegenteil besteht die Chance (40% Szenario), dass bei enttäuschender Wachstumsdynamik in den USA keine Zinserhöhungen vorgenommen werden und das Thema QE per 2015 wieder hoffähig wird.

### US-Marktmisbrauch und aggressive US-Geopolitik Ausdruck struktureller Schwäche?

Politisch dominierte Preise (u.a. Working Group on Financial Markets, siehe „Endlich Klartext“, Seite 59ff) dominieren mit stark zunehmender Tendenz die westlich geprägte Finanzwelt. War das 1990 bei dem Fall des Kommunismus vorstellbar? Ist diese Tendenz Ausdruck von Stärke oder Schwäche?

Sind die Missbräuche der Finanzmärkte und der Strukturen der Finanzmärkte Ausdruck von struktureller Schwäche oder Stärke?

Ist die US-Geopolitik bezüglich der veränderten finanz-ökonomischen Machtachse Ausdruck von struktureller Stärke oder Schwäche?

Wo liegt die Zukunft?



### BIP-Prognose: Szenario 60% Wahrscheinlichkeit

Land/Region	Anteil an Weltwirtschaft	Wachstum 2015
USA	16,4%	2,5% - 2,8%
Kanada	1,5%	2,1% - 2,4%
Eurozone	12,3%	1,2% - 1,5%
(darunter Deutschland	3,4%	1,0% - 1,3%)
Japan	4,6%	0,7% - 1,0%
UK	2,3%	2,0% - 2,3%
Rest	6,5%	2,2% - 2,5%
China	15,8%	7,0% - 7,3%
Indien	6,6%	5,8% - 6,1%
Rest größeres Asien	6,2%	5,2% - 5,5%
Russland	3,4%	0,0% - 0,3%
Brasilien	3,0%	1,5% - 1,8%
Rest	21,4%	4,2% - 4,5%
<b>Globales Wachstum per 2015:</b>		<b>3,7%</b>

### BIP-Prognose: Szenario 40% Wahrscheinlichkeit

Land/Region	Anteil an Weltwirtschaft	Wachstum 2015
USA	16,4%	1,5% - 1,8%
Kanada	1,5%	1,4% - 1,7%
Eurozone	12,3%	0,2% - 0,5%
(darunter Deutschland	3,4%	0,0% - 0,3%)
Japan	4,6%	0,5% - 0,8%
UK	2,3%	1,2% - 1,5%
Rest	6,5%	1,5% - 1,8%
China	15,8%	6,8% - 7,1%
Indien	6,6%	5,4% - 5,7%
Rest größeres Asien	6,2%	5,0% - 5,3%
Russland	3,4%	-1,5% - -1,2%
Brasilien	3,0%	1,2% - 1,5%
Rest	21,4%	4,0% - 4,3%
<b>Globales Wachstum per 2015:</b>		<b>3,1%</b>

**Devisenmarkt:**

**Bandbreiteprognosen EUR vs. Hauptwährungen**

Parität	Tiefstkurse	Höchstkurse
EUR USD 60%	1,18 – 1,20	1,30 – 1,32
40%	1,10 – 1,12	1,25 – 1,27
EUR-JPY 60%	140 – 142	158 – 160
40%	130 – 132	152 – 154
EUR-GBP 60%	0,78 – 0,79	0,82 – 0,83
40%	0,76 – 0,77	0,80 – 0,81
EUR-CHF 60%	1,20 – 1,21	1,25 – 1,26
40%	1,20 – 1,21	1,23 – 1,24

**Aktienmarkt:**

**Bandbreitenprognose für den DAX**

Index	Tiefststände	Höchststände
DAX 60%	9.000	11.000
40%	8.500	10.500

**Rentenmarkt:**

**Bandbreitenprognose 10 jährige Bunds**

Anleihe	Tiefststände	Höchststände
10JÄHRIGE BUND 60%	0,50%	1,00%
40%	0,35%	0,85%

**Verbraucherpreise:**

**Bandbreitenprognose Eurozone**

Index		Tiefststände	Höchststände
CPI	60%	0,20%	1,00%
	40%	0,00%	0,70%

**Leitzinsen EUR/USD**

**Bandbreitenprognose Leitzinsen EZB und FOMC**

Leitzins		Tiefststände	Höchststände
EZB	60%	0,05%	0,05%
	40%	0,05%	0,05%
FOMC	60%	0,00% - 0,25%	0,25% - 0,50%
	40%	0,00% - 0,25%	0,25% - 0,50%

**Verfasst von:**

**Financial Markets**

Folker Hellmeyer

0421 332 2690

[folker.hellmeyer@bremerlandesbank.de](mailto:folker.hellmeyer@bremerlandesbank.de)

### WICHTIGE HINWEISE

Dieses Informationsschreiben ist erstellt worden von der Bremer Landesbank („Bank“). Die Bremer Landesbank untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Eine Überprüfung oder Billigung dieses Informationsschreibens oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist grundsätzlich nicht erfolgt.

Dieses Informationsschreiben richtet sich ausschließlich an in der Bundesrepublik Deutschland ansässige Kunden der Bank und der Sparkassen des Finanzverbundes. Zudem dient dieses Informationsschreiben allein Informationszwecken und stellt insbesondere kein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung irgendeines Anlagetitels dar.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Da insoweit allerdings keine neutrale Überprüfung dieser Quellen vorgenommen wird, können wir keine Gewähr oder Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen übernehmen. Die aufgrund dieser Quellen in dem vorstehenden Informationsschreiben geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile unseres Hauses dar, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit keinerlei Gewähr übernommen werden kann.

Die vorstehenden Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Informationsschreibens. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden. Dementsprechend ist eine Änderung unserer Meinung jederzeit möglich, ohne daß diese notwendig publiziert werden wird. Die Bewertung einzelner Finanzinstrumente aufgrund historischer Entwicklung lässt sich nicht zwingend auf die zukünftige Entwicklung übertragen. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Vielmehr können etwa Fremdwährungskurse oder ähnliche Faktoren negative Auswirkungen auf den Wert von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten haben. Soweit im Rahmen dieses Informationsschreibens Preis-, Kurs- oder Renditeangaben oder ähnliche Informationen in einer anderen Währung als Euro angegeben sind, weisen wir hiermit ausdrücklich darauf hin, daß die Rendite einzelner Finanzinstrumente aufgrund von Währungskursschwankungen steigen oder fallen kann.

Da wir nicht überprüfen können, ob einzelne Aussagen sich mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und –zielen decken, haben unsere Empfehlungen nur einen unverbindlichen Charakter und stellen insbesondere keine Anlageberatung oder Rechts- oder Steuerberatung dar.

Ferner stellt dieses Informationsschreiben keine Finanzanalyse dar, sondern eine lediglich Ihrer allgemeinen Information dienende Werbemitteilung im Sinne des § 31 Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes in seiner ab dem 01.11.2007 geltenden Fassung. Aus diesem Grund ist diese Auswertung nicht unter Berücksichtigung aller besonderen gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen erstellt worden. Ebenso wenig unterliegt diese Auswertung dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung, wie dies für Finanzanalysen gilt. Soweit Sie weitergehende Informationen oder eine anleger- und objektgerechte Beratung wünschen, empfehlen wir Ihnen, eine/n unserer Anlageberater/-innen aufzusuchen.

Weder die BREMER LANDESBANK noch ihre Angestellten übernehmen eine Haftung für unmittelbare oder mittelbare Verluste aufgrund einer Nutzung der in diesem Informationsschreiben enthaltenen Aussagen oder Inhalte.

Die Weitergabe dieses Informationsschreibens an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieses Informationsschreibens ist nur mit unserer vorherigen, schriftlichen Genehmigung zulässig.