



Die Zinswende kommt!

Die Zinsen können nicht mehr steigen, oder?

Jahrzehntlang kannten die Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt nur eine Richtung: nach unten. Im Zuge der europäischen Finanz- und Schuldenkrise senkten die führenden Zentralbanken die Leitzinsen auf Rekordtiefstände. Negativzinsen, die früher für undenkbar erschienen, sind längst Normalität. Die Zentralbanken reduzierten nicht nur die Leitzinsen, sondern drückten die Renditen an den Geld- und Kapitalmärkten zudem durch den Ankauf von Schuldpapieren nach unten.^{1 2}

Zentralbanken üben mittlerweile großen Einfluss auf die Zinssätze aus. Deshalb verwundert es nicht, dass sich mittlerweile eine **gleichförmige Meinung** an den Kapitalmärkten etabliert hat. **Der Zins könne gar nicht mehr steigen**, da die Zentralbanken es sich nicht erlauben können, die Zinsen zu erhöhen, lautet einer der Gründe. Länder oder Unternehmen mit hohem Schuldenstand könnten „auf Dauer keine höheren Zinsen stemmen“ und würden andernfalls in finanzielle Turbulenzen geraten.³

Werden steigende Zinsen in der Prognose doch einmal in Erwägung gezogen, gehen die Marktakteure derzeit von eher geringen Veränderungen aus. Aussagen wie „die Zinsen können noch ein klein wenig steigen, doch eine Explosion der zehnjährigen auf fünf oder gar sechs Prozent ist kaum zu erwarten“,⁴ oder „somit sollten auch die Zinsen nicht allzu stark steigen“,⁵ sind hier als Beispiele zu nennen.

Allerdings bilden gerade gleichgerichtete Meinungen eine hervorragende Basis für einen überraschenden Trendwechsel. Denn: Erwartet eine große Mehrheit eine bestimmte Entwicklung, verstärkt diese für gewöhnlich deutlich den vorherrschenden Trend. Entscheiden sich nun in dieser ausgeprägten Trendphase sukzessive immer mehr Marktteilnehmer zu einem Richtungswechsel und fängt der ursprünglich vorherrschende Trend an zu „kippen“, kann es zu einem plötzlichen Trendwechsel kommen. Dieses Phänomen ist auch bekannt als „Zug der Lemminge“,⁶ angelehnt an die bei diesen Wühlmäusen⁷ zu beobachtenden massenhaften Wanderungen.

Nur: Welchen Auslöser könnte es geben, dass die Marktteilnehmer wie die Lemminge plötzlich nicht mehr in die eine, sondern in die andere Richtung laufen? Was könnte der Grund sein, dass sich die Akteure von heute auf morgen nicht mehr auf fallende, stattdessen auf steigende Renditen einstellen müssen?

Steigende Inflationserwartungen können beispielsweise Zinsen nach oben treiben. Allerdings ist ein direkter Zusammenhang zwischen Inflation und Zinsentwicklung nicht erkennbar, wie folgende Abbildung zeigt.

¹ Vgl. <http://de.reuters.com/article/ezb-anleihen-ufe-idDEKCN11B1S9>

² Vgl. <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/japans-notenbank-will-nun-die-zinskurve-steuern-14445717.html>

³ Vgl. <https://www.godmode-trader.de/artikel/steigen-die-zinsen-auf-sehr-lange-sicht-nicht-mehr,4821949>

⁴ Vgl. http://www.teleboerse.de/private_finanzen/So-geht-Geldanlage-2017-article19751836.html

⁵ Vgl. https://www.deutsche-bank.de/pfb/content/markt-und-meinung_anleihenrenditen-gibt-es-nicht-geschenkt.html

⁶ Vgl. <https://www.dvag-unternehmensblog.de/2011/09/30/zug-der-lemminge/>

⁷ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Echte_Lemminge

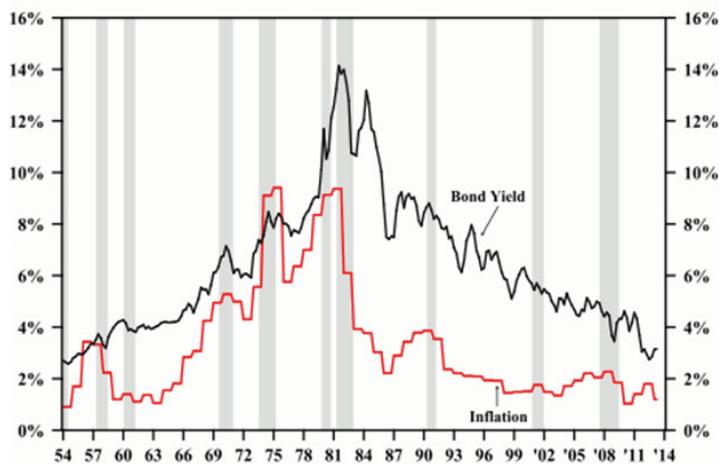


Abbildung 1: Inflation und Zinssätze (Bond Yield) USA ⁸

Mit Blick auf die Geschichte sind Phasen erkennbar, in denen die Zinsen ansteigen und gleichzeitig die Teuerungsrate sinkt. Diese fallen wiederholt mit wirtschaftlich problematischen Situationen zusammen.⁹ Könnte es folglich andere Ursachen als die Inflationsentwicklung für einen ausgeprägten Trendwechsel in der Zinsentwicklung geben? Stehen wir unter Umständen wieder vor wirtschaftlich schwierigen Zeiten?

Verschuldung schafft Werte und Werte schaffen Cash-flows

Die weltweiten Schulden sind im Jahr 2014 auf 199 Billionen US-Dollar angewachsen (vgl. Abbildung 2). Gegenüber dem Jahr 2000 haben sie sich mehr als verdoppelt. 80 Prozent der Gesamtschulden oder rund 160 Billionen US-Dollar sind dem institutionellen Bereich (Finanzsektor, Unternehmen, Staat) zuzuordnen.

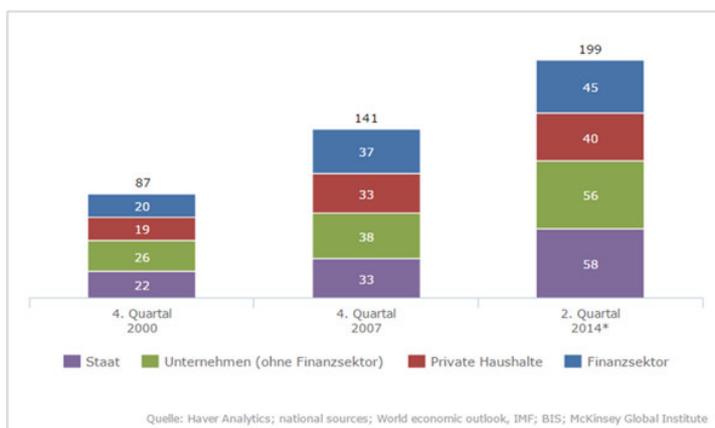


Abbildung 2: Die Schulden dieser Welt, Gesamtschulden und Wachstum seit 2000 in Billionen Dollar ¹⁰

Institutionelle Schuldner sind regelmäßig buchführungspflichtig und Schulden werden auf der Passivseite der Bilanz als Fremdkapital ersichtlich. Mit den Schulden werden die Aktiva des Unternehmens finanziert. Unter Aktiva versteht man die dem Unternehmen zur Verfügung stehenden Vermögensgegenstände, die auf der linken Seite einer Bilanz zu finden sind.¹¹ Dies können beispielsweise Immobilien, Produktivvermögen, Beteiligungen, Anlagen in Form von Aktien, Rentenpapieren und Rohstoffen sowie weitere Vermögensgegenstände sein. Die mit den Schulden oder Eigenkapital geschaffenen Aktivwerte erzeugen wiederum Erlöse, die sich auf der Habenseite der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV)

⁸ Vgl. <http://www.fuw.ch/article/langfristige-zinsen-und-inflation/>

⁹ Vgl. <http://www.timepatternanalysis.de/Blog/2017/03/04/zinsen-und-inflation/>

¹⁰ Vgl. Haver Analytics; national sources; World economic outlook, IMF; BIS; McKinsey Global Institute

¹¹ Vgl. <https://de.wikipedia.org/wiki/Aktiva>

niederschlagen. Die folgende Abbildung soll diesen Zusammenhang anhand einer „Welt“-Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnung aufzeigen.

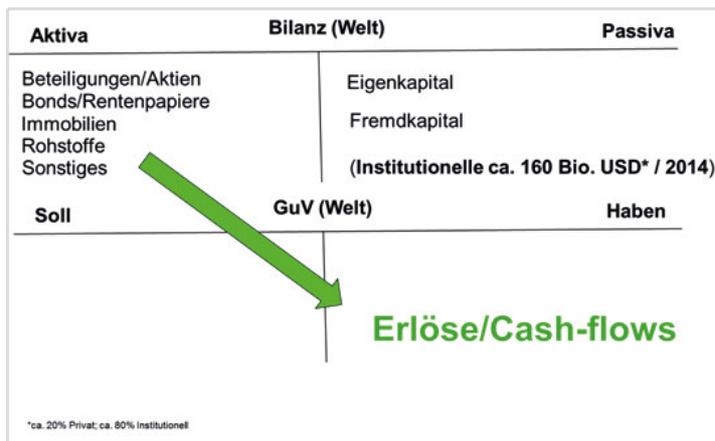


Abbildung 3: Die „Welt“-Bilanz und -Gewinn- und Verlustrechnung¹²

Seit den 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts fanden im Zuge der ausgeprägten Schuldenausweitung anhaltende Wertsteigerungen beispielsweise in Rentenpapieren (Bonds), Aktien (Equity, Beteiligungen) und Immobilien (Real Estate) statt, wie nachfolgende Abbildung eindrucksvoll zeigt.

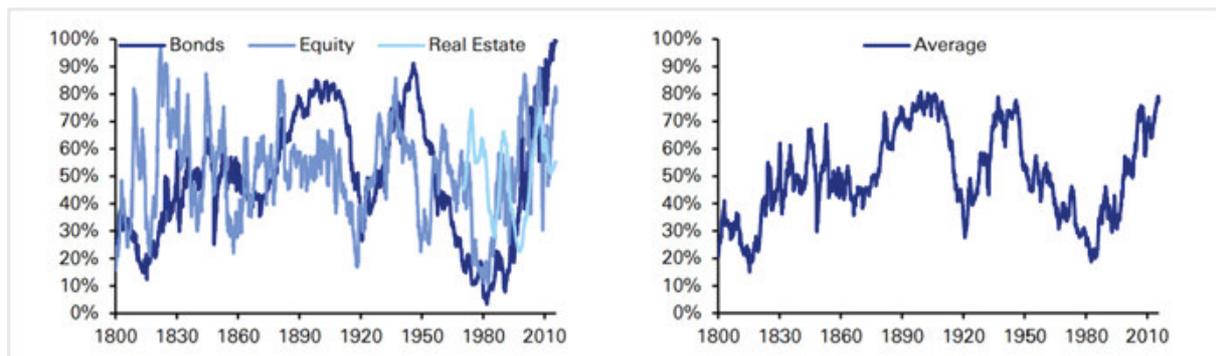


Abbildung 4: Durchschnittliche prozentuale Bewertungen für 15 Industriestaaten¹³

Ein regelrechter Boom und auffälliger Werteanstieg entwickelte sich in bestimmten Teilmärkten. Die Immobilienpreise in vielen deutschen Städten erreichen beispielsweise immer neue Höhen und auch die erzielbaren Mietpreise steigen immer weiter an. Die „Welt“-Bilanz entwickelt sich durch immer höhere Schulden prächtig und auch die aus den Cash-flows gespeiste „Welt“-Gewinn- und Verlustrechnung gedeiht immer besser. Das derzeit niedrige Zinsniveau verlockt ferner dazu, beträchtliche Schuldsummen zum Erwerb von Werten aufzunehmen, um damit noch höhere Cash-flows und Erlöse zu erzielen. Die Bundesbank warnt allerdings bereits vor der Preisentwicklung, insbesondere am Immobilienmarkt. „Derzeit besteht mit Blick auf die Finanzmärkte die Gefahr, dass Marktteilnehmer sich in einem Zustand falscher Gewissheit befinden – und in Erwartung dauerhaft niedriger Zinsen und hoher Vermögenspreise zu große Risiken eingehen“,¹⁴ konstatierte die Bundesbank in ihrem letzten Finanzstabilitätsbericht.

Wir halten fest: Die Werte vieler Marktbereiche sind in den letzten Jahren kontinuierlich angestiegen. Die Aussicht auf eine weitere, positive Wertentwicklung und die Erzielung hoher Erlöse und Cash-flows waren einer der Beweggründe für diese Entwicklung. Ein anderer Grund liegt in der Möglichkeit, Werte schuldenfinanziert aufgrund des niedrigen Zinsniveaus und der damit verbundenen, geringen laufenden Kosten, vermeintlich günstig zu erwerben. Das Zusammen-

¹² Eigene Darstellung

¹³ Quelle: Deutsche Bank, GFD

¹⁴ Vgl. <https://www.welt.de/finanzen/article159549235/Deutsche-Immobilienblase-wird-offiziell-zum-Risiko.html>

treffen dieser Faktoren hat die Wertentwicklung vieler Vermögensgegenstände in den letzten Jahren deutlich begünstigt.

Allerdings sind in den letzten drei bis vier Jahren Veränderungen zu beobachten, die künftig eine ganz andere Entwicklung wahrscheinlich werden lassen. Betrachten wir zunächst einen Marktbereich, der in letzter Zeit immer mehr aus dem Blickwinkel von Investoren gerückt ist. Man könnte meinen, dieser Bereich ist nicht mehr „en vogue“ und wird aus diesem Grund „links liegen gelassen“. Dabei handelt es sich um einen der größten Märkte der Welt. Dieser übt einen bedeutenden Einfluss auf die erzielbaren Erlöse aus:

Der Ölmarkt.

Der Preis für ein Barrel Brent¹⁵, der in Europa wichtigsten Rohölsorte, stieg bis zur Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers¹⁶ auf über 140 US-Dollar an, um danach innerhalb eines Jahres auf circa 40 US-Dollar zurückzufallen. In den Folgejahren setzte eine Preiserholung auf ein Niveau von rund 100 bis 130 US-Dollar ein, um anschließend erneut auf Kurse von derzeit rund 50 US-Dollar zu sinken. Der heute gehandelte Rohölpreis liegt über 50 Prozent unter dem in den Boomjahren erzielten Wert!

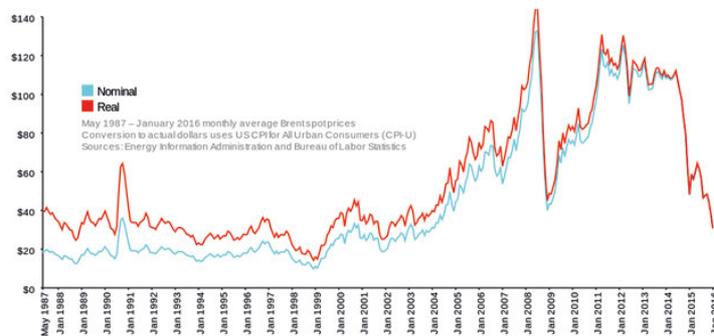


Abbildung 4: Preisentwicklung Brent-Rohöl

In der Folge sanken die Erlöse aus den Rohöleinnaahmen deutlich und auch die Investitionsausgaben für langfristige Anlagegüter („Capital Expenditures“) wurden deutlich zurückgefahren (vgl. Abbildung 5).

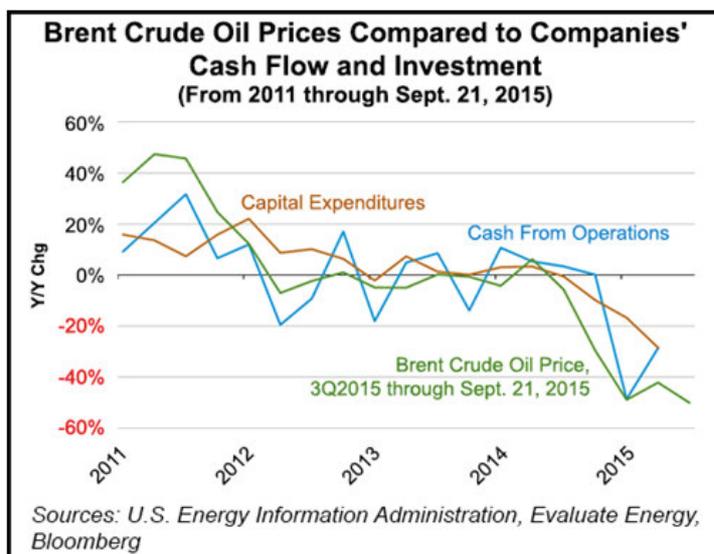


Abbildung 5: Cash-flows und Investments der US-Ölfirmer

¹⁵ Vgl. [https://de.wikipedia.org/wiki/Brent_\(%C3%961\)](https://de.wikipedia.org/wiki/Brent_(%C3%961))

¹⁶ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Lehman_Brothers

Allein die drei größten US-Ölfirmen mussten von 2011 bis 2016 Einbußen im Cash-flow in Höhe von rund 54 Mrd. US-Dollar hinnehmen und erzielten zuletzt einen negativen Cash-flow.

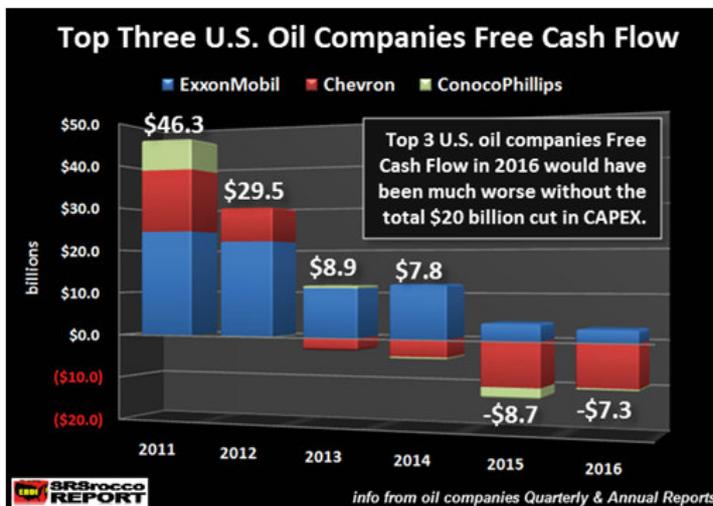


Abbildung 6: Cash-flows der drei größten US-Ölfirmen

Der Preisverfall an den Ölmärkten war so tiefgehend, dass er selbst Saudi-Arabien, das zu den Ländern mit den größten Erdölreserven weltweit zählt, im Jahr 2015 ein Haushalts-Rekorddefizit von 90 Milliarden US-Dollar bescherte.¹⁷ Weltweit summieren sich die aus Öleinnahmen rückläufigen Cash-flows auf rund 1.290 Milliarden US-Dollar pro Jahr (circa 1,7 Prozent des weltweiten BIPs).¹⁸ Diese Erlöse fehlen nun jährlich in der „Welt“-Gewinn- und Verlustrechnung. Welche Maßnahmen ergreifen nun Ölfirmen, die mit derartig hohen Erlösrückgängen konfrontiert sind? Sie versuchen Kosten zu senken, beispielsweise durch Stellenabbau. Sollten die Erlöse so stark schwinden, dass die Liquidität des Unternehmens bedroht wird, werden sie auch gezwungen sein, Aktiva (Vermögenswerte), zu veräußern. In der Praxis könnte es passieren, dass sich Unternehmen aus bereits laufenden Projekten zurückziehen oder gar in die Insolvenz gehen.¹⁹ Vermögenswerte mit stillen Reserven würden sich bei Veräußerung als Ertrag auf der Habenseite der Gewinn- und Verlustrechnung niederschlagen. Im Falle stiller Lasten würde die Gewinn- und Verlustrechnung auf der Sollseite belastet werden.

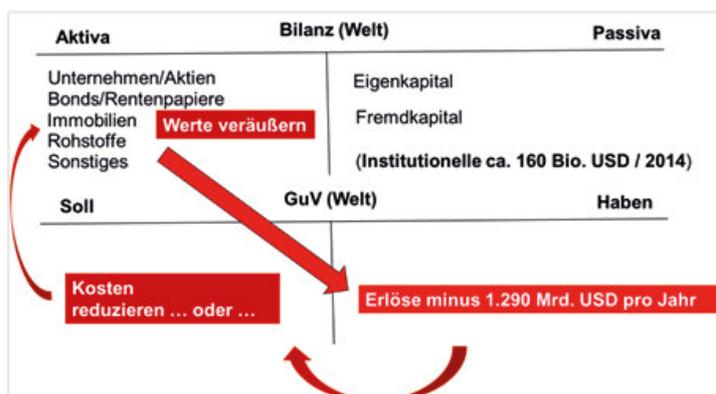


Abbildung 7: Zusammenhänge in der „Welt“-Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnung²⁰

¹⁷ Vgl. <http://www.manager-magazin.de/politik/artikel/saudi-arabien-erste-dollar-anleihe-der-geschichte-der-hintergrund-a-1117116.html>

¹⁸ Eigene Berechnungen, Grundlage: <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Fokus-Volkswirtschaft/Fokus-Nr.-94-Juni-2015.pdf>;
<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/159798/umfrage/entwicklung-des-bip-bruttoinlandsprodukt-weltweit/>

¹⁹ Vgl. <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/preisverfall-jeder-dritten-oelfirma-droht-die-pleite/12969374.html>

²⁰ Eigene Darstellung

Zwischenfazit: Der Ölmarkt ist ein bedeutender Marktbereich, der einen hohen Werteverfall aufweist. Der Werterückgang geht einher mit einem für die Welt bedeutenden Erlösrückgang.

Nun gibt es neben dem Ölmarkt noch einen weiteren, bezogen auf das Volumen, noch weitaus bedeutenderen Markt:

Der Bond-, oder auch Rentenmarkt (Zinsmarkt)

Wie eingangs festgestellt wurde, beträgt die weltweite Verschuldung 199 Billionen US-Dollar und damit ist der Markt für verzinsliche Schuldtitel der mit Abstand größte der Welt!

Auch dieser Markt weist heute deutliche Erlösstörungen auf. Die aggressiven Leitzinssenkungen der führenden Zentralbanken auf ein Null- bzw. Negativzinsniveau haben die Anlageseite nahezu vollständig der Erlöse beraubt. Im Jahr 2016 war annähernd die Hälfte der weltweiten, verbrieften Schuldtitel (Bonds)²¹ negativ verzinst:

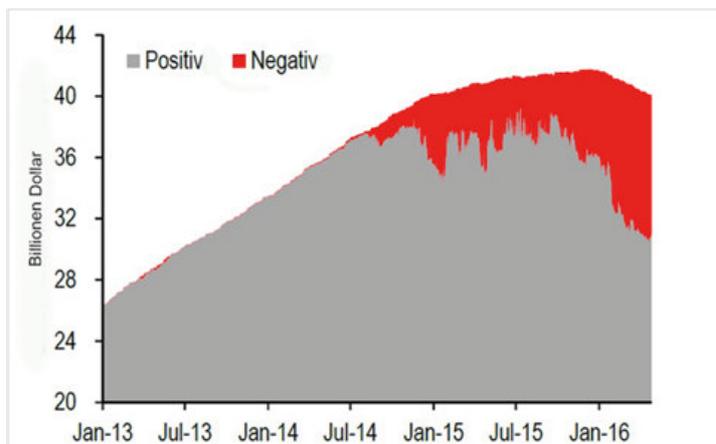


Abbildung 8: Globale Bonds mit negativer Rendite²²

Legt man beispielsweise ein Zinsniveau von vier Prozent zu Grunde, fehlen allein aus den verbrieften Schulden mindestens rund 1.600 Mrd. US-Dollar Erlöse pro Jahr.²³ Diesen Cash-flow-Schwund konnte bis heute kein anderer Teilmarkt ausgleichen. Die Dividendenrendite bei US-Aktien beispielsweise liegt seit vielen Jahren, abgesehen von einem kleinen Ausreißer zu Zeiten der Lehman-Pleite, bei etwa zwei Prozent.²⁴ Auch der Immobilienmarkt erzielt keine Rendite, die die derart hohen Erlösrückgänge aus dem Öl- und Zinsbereich ausgleichen könnte. Die REIT-Rendite²⁵ liegt zwar bei rund vier Prozent,²⁶ ebenfalls mit Schwankungen zu Zeiten der Lehman-Pleite, ist jedoch volumensmäßig nicht mit dem Zinsmarkt zu vergleichen.

Somit kann festgehalten werden, dass sich innerhalb weniger Jahre²⁷ ein Rückgang der Cash-flows in Höhe von über 2 Billionen US-Dollar ergeben hat – pro Jahr wohlgermerkt. Im weltweit wichtigsten Markt, dem Zinsmarkt, man spricht auch von der „Nabelschnur“ aller Märkte, hat nun ebenfalls bereits ein deutlicher Erlösschwund eingesetzt. Dieser drastische Erlösrückgang hat direkte Auswirkung auf die Gewinn- und Verlustrechnung der betroffenen Institutionen, wie beispielsweise Ölfirmen, Banken und Versicherungen. Wie kann es nun in diesem Zusammenhang konkret zu einem Zinstrendwechsel kommen?

²¹ Von den 199 Billionen US-Dollar weltweite Schulden sind rund 40 Billionen US-Dollar, rund ein Fünftel verbrieft und handelbar (Bonds). In anderer Form können Schulden z.B. als Bankkredite oder Schuldscheindarlehen etc. vorkommen

²² Quelle: Bank of America

²³ 40 Bio. US-Dollar multipliziert mit vier Prozent

²⁴ Vgl. <http://avondaleam.com/sp-500-dividend-vs-10-year-treasury-yield/>

²⁵ Vgl. <http://www.fvreit.de/unternehmen/definition-reit.html>

²⁶ Vgl. <https://www.fool.com/investing/general/2015/03/12/historical-reit-yields-vs-us-treasuries.aspx>

²⁷ Im europäischen Zinsmarkt lag das Zinsniveau am Kapitalmarkt zuletzt im Jahr 2011 bei rund vier Prozent

Institutionelle Anleger²⁸ werden nun immer stärker gezwungen, ihre Kosten zu senken und Ausgaben zu reduzieren. Sollte dies nicht ausreichen, wie bereits die derzeitigen Vorschauergebnisse der Banken erahnen lassen,²⁹ führt dies zwangsläufig zu einer Veräußerung von Vermögenswerten auf der Aktivseite der Bilanz. Bei institutionellen Anlegern sind dies überwiegend verzinsliche Forderungen, quasi die Gegenseite von verzinslichen Schulden. Diese verzinslichen Forderungen weisen aufgrund des niedrigen Zinsniveaus gegenwärtig einen noch hohen Zeitwert auf. Folglich können derzeit liquide, handelbare Schuldtitel in der Regel mit einem Veräußerungsgewinn für die Gewinn- und Verlustrechnung gehoben werden. Verkaufen nun im Laufe der Zeit, als Folge der anhaltenden Niedrigzinsphase und des Erlösschwunds, immer mehr institutionelle Anleger Rentenpapiere, um ihre Gewinn- und Verlustrechnung und Erlösschwäche aufzubessern, so entsteht sukzessive ein immer stärker werdender Verkaufsdruck bei Schuldtiteln. Der Preis für Rentenpapiere sinkt, der Zins steigt. Früher oder später weisen die Zinspapiere bei einigen Anlegern keine stillen Reserven, sondern stille Lasten auf. Ein weiterer Preisverfall würde folglich sofort auf das aufsichtsrechtliche Risikobudget³⁰ durchschlagen. Der institutionelle Anleger wird nun zum Verkauf gezwungen und der Verkaufsdruck beschleunigt sich. Es wird im wahrsten Sinne des Wortes eine Lawine losgetreten und der **Trendwechsel im Zinsbereich beginnt**.

Die Indizien für diesen Trendwechsel sind bereits deutlich sichtbar. So reduzieren beispielsweise Banken ihre Bilanzsumme bereits deutlich. Werte auf der Aktivseite werden veräußert. Die Deutsche Bank verkürzte ihre Bilanz von 2010 bis 2015 um rund 15 Prozent, manch andere Bank gar um rund ein Drittel.

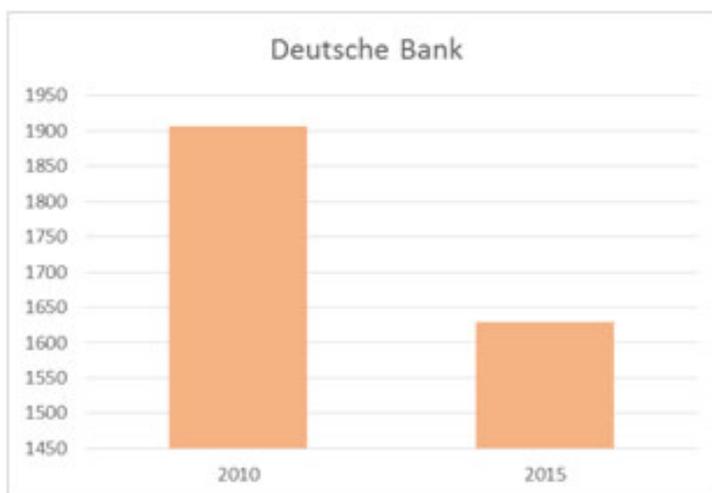


Abbildung 9: Deutsche Bank: Reduzierung Bilanzsumme³¹

Die langfristigen Zinsen steigen in der Folge bereits an. Von September 2016 bis heute war ein Anstieg im 10-jährigen-Euro-Interbankenzins (Swap-Satz) von 0,25 Prozent auf 0,8 Prozent zu verzeichnen.³² Der Zinsanstieg wäre noch ausgeprägter ausgefallen, wenn nicht eine Institution in die „Bresche“ springen und Schuldtitel aufkaufen würde. Die Rede ist von der Europäischen Zentralbank, die derzeit „Wertpapiere für geldpolitische Zwecke“ aufkauft und damit verhindert, dass größerer Verkaufsdruck am Markt entsteht. Bis Ende 2015 wurden bereits Wertpapiere im Volumen von circa 1,5 Billionen EUR erworben.

²⁸ Vgl. https://de.wikipedia.org/wiki/Institutioneller_Anleger

²⁹ Vgl. <http://www.daserste.de/information/wirtschaft-boerse/plusminus/sendung/plusminus-nullzinspolitik-100.html>, „Man muss einfach sehen, dass aufgrund der Niedrigzinsphase die Zinsspanne bei den Banken, also die Differenz zwischen dem Soll- und dem Haben-Zins, drastisch gefallen ist. Somit haben die Banken ein großes Rentabilitätsproblem. Das müssen sie angehen.“

³⁰ Vgl. <https://www.absolut-research.de/news/detail/n/definition-von-risikobudgets-fuer-institutionelle-portfolios/>

³¹ Vgl. Jahresbericht Deutsche Bank, 31.12.2010 und 31.12.2015

³² Quelle: vwd Informationsdienst



Abbildung 10: Europäische Zentralbank kauft Schuldtitel, um Wertverlust zu vermeiden³³

Nun könnte man argumentieren, eine Zentralbank könne ja unbegrenzt Schuldtitel aufkaufen und die Zinsen können aus diesem Grunde nicht ansteigen. Allerdings erscheint dies angesichts der weltweiten Schulden in Höhe von rund 199 Bio. US-Dollar etwas couragiert. Zudem hat die größte Zentralbank der Welt bereits einen Zinstrendwechsel eingeleitet: Die amerikanische Notenbank (Fed) erhöhte bereits zwei Mal den Leitzins. Letztmalig wurde die Fed Funds Rate von 0,75 auf 1,00 Prozent erhöht.³⁴ Weitere Erhöhungen sind laut Fed denkbar. In der Folge stiegen die Zinsen für zehnjährige US-Staatsanleihen kräftig von rund 1,5 auf 2,5 Prozent an.



Abbildung 11: Die Kapitalmarktzinsen steigen wieder: 10-Jahresrendite der US-Staatsanleihen in Prozent³⁵

Wertverluste auf Schuldtitel werden nun immer wahrscheinlicher. Die Europäische Zentralbank ist sich diesem Risiko selbst bewusst: „So ergäben sich durch die Ankaufprogramme der EZB „zusätzliche Kreditrisiken“ sowie Zinsänderungsrisiken. „Auf ihre Berücksichtigung im Rahmen der Wagnisrückstellungen haben wir in diesem Jahr zwar noch verzichtet, sind uns aber bewusst, dass sie in Zukunft erheblich an Bedeutung gewinnen werden“.³⁶

Wie erläutert, können hohe Wertverluste einen Zinstrendwechsel einläuten. Und die Summen in diesem weltweit größten Markt sind mit 199 Billionen US-Dollar unvorstellbar hoch. Es ist nur noch eine Frage der Zeit, bis die dargestellten, buchhalterischen Effekte über die „Welt“-Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnung mehr und mehr zu greifen beginnen. Dass zwischen Werten und Zinsen ein direk-

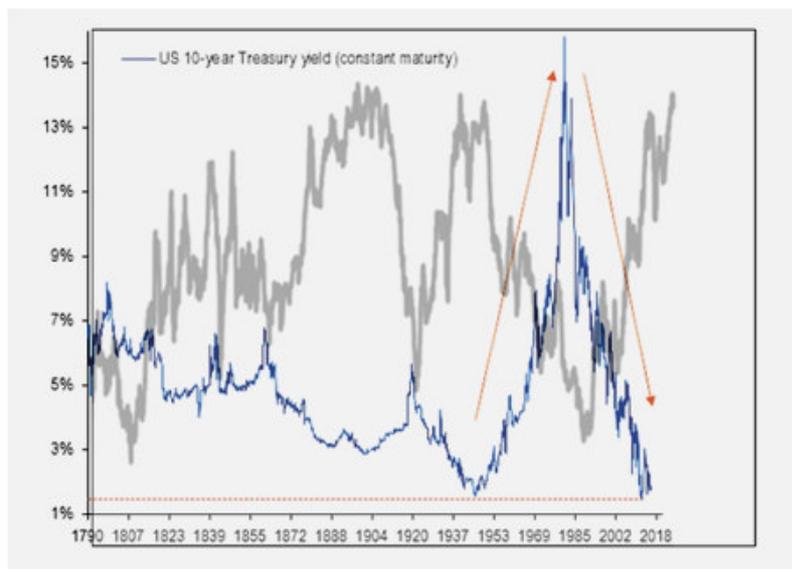
³³ Vgl. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2015annualaccounts_de.pdf?02bb6309d0e5086360d7cbf5559ff0bf

³⁴ Vgl. <http://www.leitzinsen.info/usa.htm>

³⁵ Quelle: Thomson Financial

³⁶ Vgl. <https://www.welt.de/finanzen/article162288462/Bundesbank-plant-eine-Art-Frontalangriff-auf-die-EZB.html>

ter Zusammenhang besteht, zeigt nachfolgende Grafik.³⁷ Die blaue Linie stellt die Zinsentwicklung für 10-jährige US-Staatsanleihen dar. Die dunkelgraue Linie die bereits in diesem Artikel betrachtete durchschnittliche, prozentuale Bewertung von Rentenpapieren, Aktien und Immobilien. Sinkende Zinsen führten regelmäßig zu steigenden Werten und umgekehrt: Sinkende Werte ließen die Zinsen deutlich ansteigen!



Fazit: Ein möglicher Zinswechsel wird zwar vereinzelt von Ökonomen prognostiziert. Es gibt aber auch eine klare Begründung für den anstehenden Trendwechsel mittels der bereits deutlich veränderten Erlössituation in den weltweit bedeutendsten Marktbereichen (Öl- und Bondmärkte) und den damit verbundenen bilanziellen Effekten. Der unvermeidliche Zinsanstieg ist bereits eingeläutet und wird stetig an Fahrt gewinnen. Die Aktivitäten der Europäischen Zentralbank sind im Vergleich der Größenverhältnisse nur ein „Tropfen auf dem heißen Stein“.

Heinz Reich

Disclaimer / Haftungsausschluss

Dieser Fachartikel beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Er gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt wieder. Die Fachinformation dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf.

³⁷ Quelle: Deutsche Bank, GFD und vwd Informationsdienst