



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

28. März 2019

### Real Estate Investment Trusts – die verkannte Perle unter den Immobilienanlagen

Das Anlagejahr 2018 hat in den Portfolios vieler Anleger zumindest temporär merkliche Spuren hinterlassen. So verzeichneten Aktien, Anleihen und Rohstoffe nahezu unisono Kursverluste, die sich insbesondere im vierten Quartal nochmals verstärkten. Lediglich die Anlageklasse Immobilien erwies sich wieder einmal als der berüchtigte „Fels in der Brandung“ und konnte selbst in diesem Krisenjahr in weiten Bereichen erneut positive Wertzuwächse erzielen. So legte der US NCREIF TBI Index, der die Preisentwicklung von US-Immobilien auf der Basis von tatsächlich getätigten Immobilientransaktionen misst, um 4,1% zu. Und auch deutsche Ein- und Mehrfamilienhäuser verteuerten sich im 3. Quartal 2018 gegenüber dem Vorjahr um 7,6%, während Eigentumswohnungen sogar um satte 8,2% zulegen konnten, wie das Hamburger Institut für Stadt-, Regional- und Wohnforschung (GEWOS) berichtete. Im Anbetracht der konjunkturellen „Erlahmung“, die sich weltweit abzeichnet, wird die FED von weiteren Zinserhöhungsschritten zunächst absehen und die EZB die Leitzinsen unverändert niedrig belassen. Anleger müssen sich daher darauf einstellen, dass das Umfeld niedriger Zinsen noch lange anhalten wird, womit die Finanzierungskosten von Immobilien niedrig und das Preissteigerungspotenzial bestehen bleiben werden. Auch der Nachfrageüberhang führt bei einer wachsenden Bevölkerung zu einer zunehmenden Verknappung der noch am Markt frei verfügbaren Immobilienobjekte. Sollte die sich verschlechternde Konjunkturentwicklung fortschreiten, so werden sich allerdings auch Immobilien den negativen Konjunkturimpulsen nur schwer entziehen können, womit es für Anleger umso wichtiger ist, durch taktisch motivierte Verkäufe auf diese Entwicklungen zeitnah reagieren zu können. Diese Voraussetzungen sind jedoch aufgrund der Illiquidität bei einem Engagement in Direktimmobilien per

se nicht gegeben. Und auch bei einer indirekten Beteiligung über einen Immobilienfonds ist die Veräußerbarkeit eingeschränkt. Offene Immobilienfonds bieten zwar grundsätzlich eine Veräußerungsmöglichkeit, sind aber in Deutschland gesetzlich mit Kündigungs- und Rückgabefristen von 12 bzw. 24 Monaten versehen.

Einen Ausweg aus diesem Dilemma bieten „Real Estate Investment Trusts“, kurz REITs, die wir in der Vergangenheit bereits zweimal an dieser Stelle vorgestellt haben. REITs sind artverwandt zu Immobilienaktien, gegenüber diesen aber im Sinne des Anlegerschutzes strenger reglementiert. Sie werden typischerweise als börsennotierte Aktiengesellschaften mit einem klaren Betätigungsfeld aufgesetzt, das die Bewirtschaftung, Verwaltung und Finanzierung von Immobilien umfasst. Dazu erwirbt der einzelne REIT ein breit diversifiziertes Portfolio aus Immobilien. Die Einnahmen des REIT resultieren aus Mieteinnahmen sowie aus Veräußerungsgewinnen und Zinsen. Die Gesellschaften verpflichten sich, diese Einnahmen nahezu vollständig – in Deutschland mindestens 90% der Erträge – auszuschütten. De facto bilden REITs eine Art Mischform aus Immobilien und Aktien, vereinen sie doch die langfristigen Vorteile aus Wertsteigerungen und stabilen Cash-Flows von Immobilien mit der über die jederzeitige Veräußerbarkeit gegebenen Liquidität von Aktien.

In der Tat bietet dieses Instrument der indirekten Immobilienbeteiligung vielfältige Vorzüge. Erwirbt der Anleger bereits mit dem Kauf eines einzelnen REIT ein breit aufgestelltes Portfolio an Immobilien, so gelangt er über den Kauf eines REIT-Fonds in den Genuss eines hoch diversifizierten Immobilienportfolios. Da die einzelnen REITs

# Konjunktur und Strategie

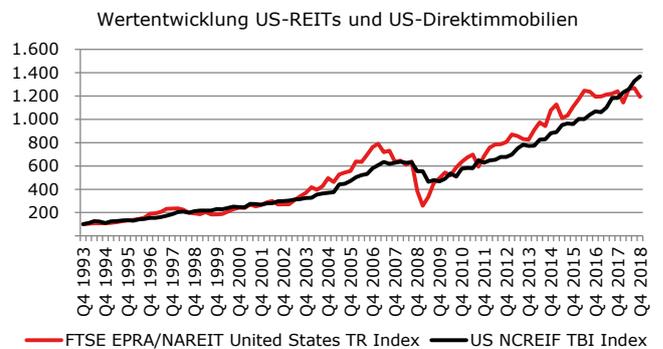
oftmals einen regionalen und auch auf Sektoren bezogenen Fokus haben, lässt sich sowohl ein globales als auch auf einzelne Wirtschaftsbereiche gezielt bezogenes Immobilienengagement aufbauen. Lange Vorlaufzeiten, die sich aus der Immobiliensuche und Begutachtung ergeben, entfallen, da REITs stets zu nahezu 100% in Bestandsimmobilien investiert sind. Im Gegenzug kommt es auch zu keiner Verwässerung der Immobilienquoten in Folge einer Vorkhaltung von Liquidität, da der REIT den Weg einer Kapitalerhöhung nur dann beschreitet, wenn die Gesellschaft bereits über einen Zugriff auf neue Immobilienobjekte verfügt. Damit die erforderlichen Kapitalerhöhungen über die Börse platziert werden können, haben die Gesellschaften hohe Anforderungen an die Corporate-Governance zu erfüllen. Letztlich stellen REITs neben Immobilienaktien für viele Investoren, wie z.B. Vermögensverwalter, die einzige Möglichkeit dar, ein Immobilienexposure möglichst schnell und zu überschaubaren Kosten auf- und wieder abzubauen.

Vor dem Hintergrund der vielfältigen Vorzüge verwundert es daher umso mehr, dass REITs in Deutschland weiterhin ein „Schattendasein“ fristen, während in den USA und in Asien REITs sich schon fest etabliert haben und zum bevorzugten Immobilieninvestment vieler institutioneller Investoren herangereift sind. Einer der Gründe mag politisch motiviert sein, wurden doch Mietwohnimmobilien, die vor dem 31.12.2006 gebaut wurden, bei der Zulassung von REITs in Deutschland zum 1. Januar 2007 ausgeschlossen, wodurch die Attraktivität dieses Instruments leidet. Von größerer Bedeutung dürfte aber die Mentalität der deutschen Immobilieninvestoren sein, sind sie es doch gewohnt über den Ansatz von Schätz- und Buchwerten für Immobilien anstelle von Marktpreisen, dass der Wert ihrer Immobilien nur wenig schwankt. Ganz anders bei REITs, die über die Börse täglich gehandelt und mit Marktpreisen bewertet werden. Hier zeigen sich die „wahren“ Immobilienpreise, die deutlich stärkeren Schwankungen unterworfen sind. Und hier zeigt sich auch die Kehrseite der Medaille, die erhöhte Volatilität von REITs als Ausdruck oder Preis für die Liquidität von REITs, die sie so offensichtlich in der Wahrnehmung der Anleger in die Nähe von Aktien bringt, letztlich aber doch zu einem bedeutsamen Teil die Preisschwankungen am Immobilienmarkt reflektiert.

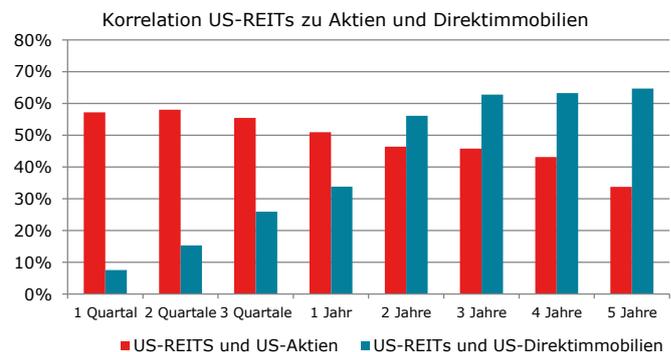
Um das Wesen von REITs näher zu erschließen, betrachten wir nachfolgend die Wertentwicklung von REITs im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Dabei sollen die folgenden Fragen beantwortet werden: a.) sind REITs tatsächlich ein gutes „Proxy“ für ein Engagement in Direktimmobilien, b.) wie stellt sich der Zusammenhang zu Aktien dar, c.) wie ist die Performance von REITs relativ

zu anderen Anlageklassen, d.) welche Ausschüttungen sind mit REITs verbunden, e.) wie haben sich REITs im Krisenjahr 2008 und seit Jahresanfang 2009 geschlagen und f.) welche REIT-Quote ist in einem gemischten Portfolio angeraten.

Zur Beantwortung der ersten Frage, stellen wir auf die Langfristerfahrung in den USA ab und vergleichen die Wertentwicklung von US-REITs (FTSE EPRA/ NAREIT United States Total Return Index) mit dem oben bereits erwähnten US NCREIF TBI Index für amerikanische Direktimmobilien. Die Grafik zeigt den langfristigen Gleichlauf der beiden Indizes, aber auch die höheren Schwankungen von REITs, womit sich REITs tatsächlich als „Proxy“ für die Wertentwicklung von Direktimmobilien dauerhaft qualifizieren. Nichts anderes war auch zu erwarten, investieren doch REITs wiederum in Immobilien.



Zur weiteren Belegung dieser Erkenntnis und zur Bewertung des Zusammenhangs von REITs mit Aktien haben wir im nächsten Schritt am Beispiel von US-REITs den Gleichlauf (Korrelation) zum amerikanischen Aktienmarkt (MSCI USA Total Return Index) und zu Direktimmobilien über unterschiedliche Zeiträume untersucht.



Während die Korrelation kurzfristig mit Aktien tendenziell höher ist, nimmt sie langfristig ab. Im Gegenzug nimmt der Gleichlauf mit Direktimmobilien langfristig zu. Dabei weisen REITs statistisch gesehen aufgrund der regelmäßigen Bewertung einen Vorlauf gegenüber Direktimmobilien von 6 bis 12 Monaten auf. Dies war auch während der Finanzkrise auszumachen, wo die bekannten REIT-Indizes bereits in der ersten Hälfte des Jahres 2007 ihren Hoch-

# Konjunktur und Strategie

punkt überschritten hatten und danach zu „bröckeln“ begannen.

Zur Gewinnung eines Eindrucks über die relative Ertragsstärke eines Investments in REITs betrachten wir im nächsten Schritt die annualisierten Renditen von globalen REITs (FTSE EPRA/NAREIT Developed Total Return Index), Staatsanleihen (BofAML Global Government Index) und Aktien (MSCI World Total Return Index) über monatlich rollierende Anlagezeiträume von 1 bis 20 Jahren per Stichtag 31. Dezember 2018 (ausgewiesen werden die Durchschnittsrenditen). Sehr beeindruckend ist zu vermerken, dass über alle betrachteten Anlagezeiträume REITs Staatsanleihen und Aktien überlegen waren.

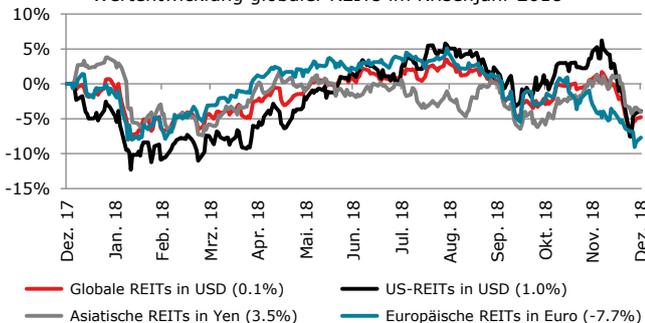
Durchschnittliche Jahresrenditen REITs im Vergleich

|          | Globale REITs | Globale Aktien | Globale Staatsanleihen |
|----------|---------------|----------------|------------------------|
| 1 Jahr   | 11,0%         | 6,6%           | 4,0%                   |
| 3 Jahre  | 9,1%          | 4,8%           | 3,7%                   |
| 5 Jahre  | 8,9%          | 5,3%           | 3,6%                   |
| 10 Jahre | 6,6%          | 4,2%           | 4,0%                   |
| 15 Jahre | 8,7%          | 5,1%           | 3,6%                   |
| 20 Jahre | 8,9%          | 5,1%           | 4,0%                   |

Dabei bewegte sich die Dividendenrendite von REITs im Zeitablauf sehr stabil um die 4,5% pro Jahr, verglichen mit einer Dividendenrendite von Aktien und einer effektiven Verzinsung von Anleihen, die jeweils nur rund 2,5% erreichten. Hieraus erklärt sich, warum REITs vielfach als die „besseren Dividendenaktien“ bezeichnet werden.

Wie haben sich REITs aber nun im Krisenjahr 2018 und in den Monaten seit Jahresanfang geschlagen? Dazu zerlegen wir zunächst den globalen Immobilienmarkt in die regionalen Teilmärkte Nordamerika, Asien-Pazifik sowie Europa.

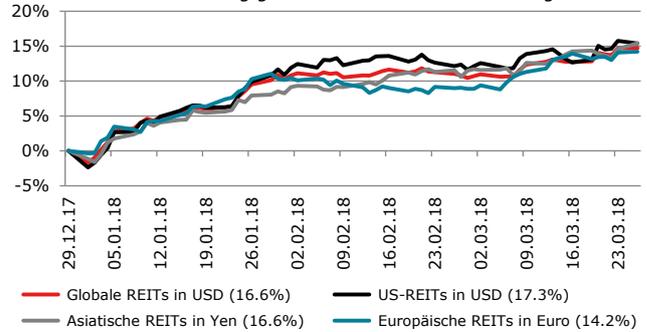
Wertentwicklung globaler REITs im Krisenjahr 2018



Mit Ausnahme von europäischen REITs konnten alle anderen Regionen und der globale REIT-Markt selbst im Krisenjahr 2018 leicht positive Renditen erzielen und damit sich der negativen Entwicklung an den Aktienmärkten trotz zwischenzeitlich durchaus hoher Volatilitäten entziehen. Ein Blick auf das aktuelle Jahr (Stichtag 27. März) zeigt wiederum, dass REITs über alle Anlageregionen

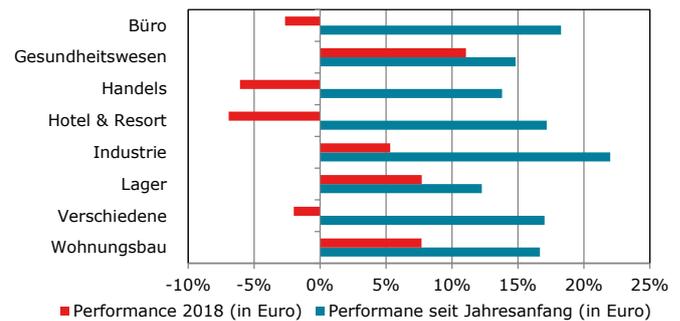
einen fulminanten Jahresstart hingelegt haben und fast im Gleichlauf Wertsteigerungen zwischen 14,2% in Europa bis zu 17,3% in Nordamerika erreichen konnten. Auch hier konnten wieder die regionalen Aktienmärkte, die ebenfalls einen guten Jahresstart verzeichnen konnten, „abhängt“ werden.

Wertentwicklung globaler REITs seit Jahresanfang



Wir gehen nun noch eine Stufe tiefer und schauen uns im nachfolgenden Chart die Wertentwicklungen einzelner Nutzungseinheiten bzw. Sektoren für globale REITs in 2018 und im aktuellen Jahr an.

Renditen globaler REITs 2018 und seit Jahresanfang



Wie man unschwer erkennen kann, ist die Wertentwicklung der einzelnen Sektoren sehr unterschiedlich im Krisenjahr 2018 verlaufen. Insbesondere die weniger zyklischen Nutzungseinheiten Lagerimmobilien und Gesundheitswesen konnten sich in 2018 gut behaupten. Beeindruckend aber auch hier wieder die nahezu gleichgerichtete und ausgeprägte Performance aller Sektoren im aktuellen Jahr.

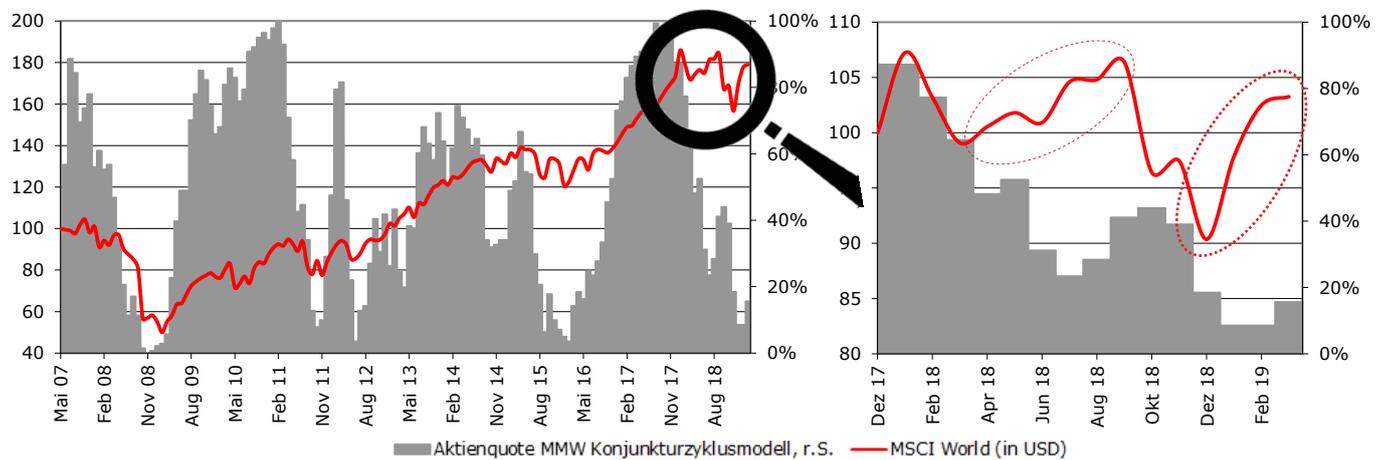
Wieviele REITs sind nun aber angeraten in einem global aufgestellten Mischportfolio aus Aktien, Anleihen und Immobilien? Dazu haben wir längerfristige Ertragsersparungen für die Anlageklassen gebildet und basierend auf den historischen Risiken und Risikozusammenhängen eine Optimierung für die Sharpe-Ratio (Überschussrendite zur Volatilität des Portfolios) vorgenommen. Eine Beimischung von bis zu 25% Immobilien scheint durchaus vertretbar. Dabei sind Anleger gut beraten, wenn sie aufgrund der breiten Streuung der Objekte, den stabilen laufenden Erträgen und der jederzeitigen Liquidität komplementär zu anderen Immobilieninvestments auch REITs als eine attraktive Beimischung in ihrem Portfolio berücksichtigen.

## Wochenausblick für die Zeit vom 1. April bis 5. April 2019

|   | Okt   | Nov   | Dez   | Jan   | Feb   | Mrz  | Veröffentlichung |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|------|------------------|
| D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final    | 52,2  | 51,8  | 51,5  | 49,7  | 47,6  | 44,7 | 1. April         |
| D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final     | 54,7  | 53,3  | 51,8  | 53,0  | 55,3  | 54,9 | 3. April         |
| D: Auftragseingänge, m/m                    | 0,3%  | -0,2% | 0,9%  | -2,6% | 0,4%  |      | 4. April         |
| D: Industrieproduktion, m/m                 | -0,7% | -1,3% | 0,8%  | -0,8% | -0,1% |      | 5. April         |
| E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final | 52,0  | 51,8  | 51,4  | 50,5  | 49,3  | 47,6 | 1. April         |
| E-19: vorl. Inflationsrate, y/y             | 2,3%  | 1,9%  | 1,5%  | 1,4%  | 1,5%  | 1,4% | 1. April         |
| E-19: Produzentenpreise m/m                 | 0,8%  | -0,3% | -0,8% | 0,4%  | 0,0%  |      | 2. April         |
| E-19: Arbeitslosenquote, sa.                | 8,0%  | 7,9%  | 7,8%  | 7,8%  | 7,8%  |      | 2. April         |
| E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final  | 53,7  | 53,4  | 51,2  | 51,2  | 52,8  | 52,7 | 3. April         |

MMWB-Schätzungen in rot

### Chart der Woche: Konjunkturdaten oder Aktienmarkt? Wer hat am Ende den richtigen Riecher?



Die vielen politischen Unsicherheiten haben dazu geführt, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Laufe der vergangenen 12 Monate deutlich verschlechtert haben. Vor allem in der Eurozone hat sich die wirtschaftliche Dynamik deutlich abgeschwächt. Neben Italien, das aufgrund anhaltender struktureller Probleme bereits in die Rezession gerutscht ist, hat sich auch in Deutschland die konjunkturelle Talfahrt der Industrie massiv fortgesetzt. Im Unterschied dazu hält sich die US-Wirtschaft nach wie vor besser. Dies liegt vor allem an der geringen Exportabhängigkeit und den nachlaufenden Effekten der Steuerreform. Die inverse Zinskurve ist jedoch ein deutliches Signal dafür, dass die konjunkturell besten Zeiten vorbei sind. Seit Jahresanfang spielte vor allem die Hoffnung auf eine Beilegung des Handelsstreits zwischen den USA und China eine wichtige Rolle für die bessere Stimmung am Aktienmarkt. Die spannende Frage ist nun, ob dieser positive Trend anhält oder ob es sich hierbei nur um eine Zwischenerholung handelt. Denn selbst wenn es zu einer Einigung zwischen den USA und China kommen sollte ist es fraglich, ob sich die Weltwirtschaft schnell wieder erholen

wird. Denn der globale Abschwung ist zu stark und betrifft zu viele Länder, um ihn allein auf den Handelsstreit zwischen den USA und China zurückzuführen. Zudem droht an anderer Stelle neues Ungemach. So dürfte sich Trump als nächstes die Europäer vorknöpfen, mit denen er die Handelsbeziehungen ebenfalls neu ordnen möchte. Die für die zukünftige Aktienmarktentwicklung entscheidende Frage ist von daher, ob und wie lange sich die US-Konjunktur vom Rest der Welt abkoppeln kann bzw. ob es der Eurozone gelingt, im Laufe der Zeit wieder wirtschaftlich Fuß zu fassen. Unser Konjunkturmodell, mit dem wir eine Vielzahl globaler Wirtschaftsdaten auswerten, rät momentan weiter zur Vorsicht. Viele Marktteilnehmer scheinen jedoch der Auffassung zu sein, dass die globale Schwächephase ähnlich wie Anfang 2016 oder im Sommer 2012 nur von kurzer Dauer sein wird. Deswegen schaut man durch den Konjunkturabschwung hindurch und setzt auf eine bevorstehende Erholung. Ein Blick auf unser Konjunkturzyklusmodell seit Mai 2007 zeigt allerdings, dass es der Aktienmarkt bisher selten geschafft hat, sich langfristig von den Konjunkturdaten abzukoppeln.

## Überblick über Marktdaten

| Aktienmärkte                   | Stand               | Veränderung zum        |                        |                         |                          |                   |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
|                                | 28.03.2019<br>16:19 | 21.03.2019<br>-1 Woche | 27.02.2019<br>-1 Monat | 27.12.2018<br>-3 Monate | 27.03.2018<br>-12 Monate | 31.12.2018<br>YTD |
| Dow Jones                      | 25634               | -1,3%                  | -1,4%                  | 10,8%                   | 7,4%                     | 9,9%              |
| S&P 500                        | 2808                | -1,6%                  | 0,6%                   | 12,8%                   | 7,5%                     | 12,0%             |
| Nasdaq                         | 7648                | -2,4%                  | 1,2%                   | 16,2%                   | 9,1%                     | 15,3%             |
| DAX                            | 11431               | -1,0%                  | -0,5%                  | 10,1%                   | -4,5%                    | 8,3%              |
| MDAX                           | 24561               | -2,2%                  | 1,3%                   | 15,3%                   | -3,6%                    | 13,8%             |
| TecDAX                         | 2671                | -0,1%                  | 3,1%                   | 11,3%                   | 4,5%                     | 9,0%              |
| EuroStoxx 50                   | 3324                | -1,3%                  | 1,3%                   | 13,2%                   | 0,2%                     | 10,8%             |
| Stoxx 50                       | 3104                | -0,5%                  | 2,5%                   | 15,1%                   | 5,8%                     | 12,5%             |
| SMI (Swiss Market Index)       | 9414                | -0,4%                  | 0,0%                   | 14,9%                   | 9,0%                     | 11,7%             |
| FTSE 100                       | 7246                | -1,5%                  | 1,9%                   | 10,0%                   | 3,5%                     | 7,7%              |
| Nikkei 225                     | 21034               | -2,7%                  | -2,4%                  | 4,8%                    | -1,3%                    | 5,1%              |
| Brasilien BOVESPA              | 93311               | -3,5%                  | -4,1%                  | 9,2%                    | 11,3%                    | 6,2%              |
| Russland RTS                   | 1206                | -2,5%                  | 1,3%                   | 14,2%                   | -3,0%                    | 13,1%             |
| Indien BSE 30                  | 38546               | 0,4%                   | 7,4%                   | 7,6%                    | 16,2%                    | 6,9%              |
| China Shanghai Composite       | 2995                | -3,4%                  | 1,4%                   | 20,6%                   | -5,4%                    | 20,1%             |
| MSCI Welt (in €)               | 2094                | -0,2%                  | 1,5%                   | 13,9%                   | 12,3%                    | 13,3%             |
| MSCI Emerging Markets (in €)   | 1044                | -1,0%                  | -0,2%                  | 11,1%                   | -2,9%                    | 10,2%             |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| Bund-Future                    | 166,59              | 174                    | 91                     | 286                     | 736                      | 305               |
| Bobl-Future                    | 133,11              | 52                     | 28                     | 56                      | 198                      | 59                |
| Schatz-Future                  | 111,96              | 9                      | 12                     | 0                       | -1                       | 2                 |
| 3 Monats Euribor               | -0,31               | 0                      | 0                      | 0                       | 2                        | 0                 |
| 3M Euribor Future, Dez 2019    | -0,31               | -3                     | -6                     | -6                      | -34                      | 0                 |
| 3 Monats \$ Libor              | 2,60                | 0                      | -3                     | -20                     | 30                       | -21               |
| Fed Funds Future, Dez 2019     | 2,14                | -17                    | -23                    | -27                     | -32                      | 0                 |
| 10-jährige US Treasuries       | 2,39                | -15                    | -31                    | -36                     | -40                      | -30               |
| 10-jährige Bunds               | -0,07               | -11                    | -23                    | -30                     | -58                      | -32               |
| 10-jährige Staatsanl. Japan    | -0,09               | -5                     | -6                     | -11                     | -11                      | -9                |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz  | -0,40               | 5                      | -7                     | -15                     | -37                      | -16               |
| US Treas 10Y Performance       | 600,31              | 1,3%                   | 2,8%                   | 4,2%                    | 6,4%                     | 3,4%              |
| Bund 10Y Performance           | 650,91              | 1,2%                   | 2,3%                   | 3,6%                    | 7,3%                     | 3,8%              |
| REX Performance Index          | 492,67              | 0,5%                   | 0,6%                   | 1,1%                    | 2,5%                     | 1,0%              |
| IBOXX AA, €                    | 0,44                | -10                    | -22                    | -42                     | -34                      | -44               |
| IBOXX BBB, €                   | 1,45                | -7                     | -26                    | -59                     | 5                        | -61               |
| ML US High Yield               | 6,74                | 2                      | -5                     | -138                    | 13                       | -128              |
| JPM EMBI+, Index               | 838                 | -0,3%                  | 0,7%                   | 6,0%                    | 2,7%                     | 5,8%              |
| Wandelanleihen Exane 25        | 7158                | 0,0%                   | 1,2%                   | 4,3%                    | -1,7%                    | 3,8%              |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| CRB Spot Index                 | 426,30              | 0,6%                   | 3,1%                   | 4,0%                    | -2,3%                    | 4,2%              |
| MG Base Metal Index            | 316,00              | -1,6%                  | -1,1%                  | 6,4%                    | -7,2%                    | 7,2%              |
| Rohöl Brent                    | 67,24               | -1,3%                  | 1,0%                   | 26,6%                   | -4,3%                    | 26,6%             |
| Gold                           | 1293,16             | -1,3%                  | -2,2%                  | 1,4%                    | -3,7%                    | 0,9%              |
| Silber                         | 15,33               | -1,1%                  | -2,7%                  | 0,6%                    | -7,4%                    | -1,2%             |
| Aluminium                      | 1891,75             | 1,0%                   | -0,3%                  | 1,9%                    | -6,3%                    | 1,6%              |
| Kupfer                         | 6336,00             | -1,5%                  | -3,2%                  | 6,1%                    | -4,1%                    | 6,5%              |
| Eisenerz                       | 85,72               | 0,1%                   | -2,0%                  | 24,2%                   | 21,8%                    | 23,9%             |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 690                 | -0,7%                  | 6,0%                   | -45,7%                  | -38,2%                   | -45,7%            |
| <b>Devisenmärkte</b>           |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| EUR/ USD                       | 1,1229              | -1,4%                  | -1,4%                  | -1,3%                   | -9,3%                    | -1,9%             |
| EUR/ GBP                       | 0,8573              | -1,4%                  | 0,4%                   | -5,0%                   | -2,2%                    | -4,5%             |
| EUR/ JPY                       | 124,20              | -1,4%                  | -1,4%                  | -1,5%                   | -5,2%                    | -1,3%             |
| EUR/ CHF                       | 1,1189              | -1,1%                  | -1,5%                  | -0,8%                   | -4,9%                    | -0,7%             |
| USD/ CNY                       | 6,7381              | 0,6%                   | 0,7%                   | -1,9%                   | 7,2%                     | -2,0%             |
| USD/ JPY                       | 110,52              | -0,3%                  | -0,4%                  | -0,4%                   | 4,9%                     | 0,9%              |
| USD/ GBP                       | 0,7635              | -0,2%                  | 1,8%                   | -3,5%                   | 8,0%                     | -2,8%             |

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

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.