

15. März 2021

Warum Wertpapierkäufe nicht die Inflation anheizen

Neben dem gigantischen US-Fiskalpaket (und den steigenden Rohstoffpreisen) werden immer wieder auch die massiven Wertpapierkaufprogramme der Notenbanken als Argument für einen zunehmenden Inflationsdruck ins Feld geführt. Ist letzteres aber wirklich zutreffend?

Die Ankäufe von Vermögenswerten durch eine Zentralbank führen unmittelbar zu einem Abwärtsdruck auf die Laufzeitprämie, also der Renditedifferenz zwischen kurz und lang laufenden Anleihen, sowie zu Portfoliumschichtungen. Investoren, die ihre Wertpapiere an die Zentralbank verkauft haben, investieren in risikoreichere Vermögenswerte. Hinzu kommt der Signaleffekt, da man davon ausgehen kann, dass die Notenbank- bzw. Leitzinsen für einen längeren Zeitraum sehr niedrig bleiben. Von der Zentralbank wird durch Wertpapierkäufe aber nur Basisgeld geschaffen (die Geldbasis steigt), während „broad money“, d. h. die breit angelegte Geldmenge, von den Geschäftsbanken determiniert wird. Für die Inflation ist aber die Geldmenge ausschlaggebender als die Geldbasis, da sie mehr über die Ressourcen aussagt, die Haushalten und Unternehmen für den Kauf von Waren und Dienstleistungen zur Verfügung stehen.

Nur wenn zu viel Geld („broad money“) auf zu wenig Waren und Dienstleistungen trifft, kommt es zu einem nachhaltigen Inflationsanstieg. Das Preisniveau steigt nämlich nur dann, wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage das gesamtwirtschaftliche Angebot dauerhaft übersteigt. Es gibt also keine direkte Verbindung zwischen Geldbasis und Inflation. Wenn die Inflation wieder anzieht, liegt das daran, dass „Quantitative Easing“ das Wirtschaftswachstum soweit angeregt hat, dass die Nachfrage beginnt, das Angebot zu übersteigen. Dann aber kann die Notenbank wieder anfangen zu bremsen.

** Dies ist die leicht veränderte Übersetzung des Beitrags unseres Chefvolkswirts für Europa, Marco Valli: „Why QE does not lead to an outbreak of inflation“*

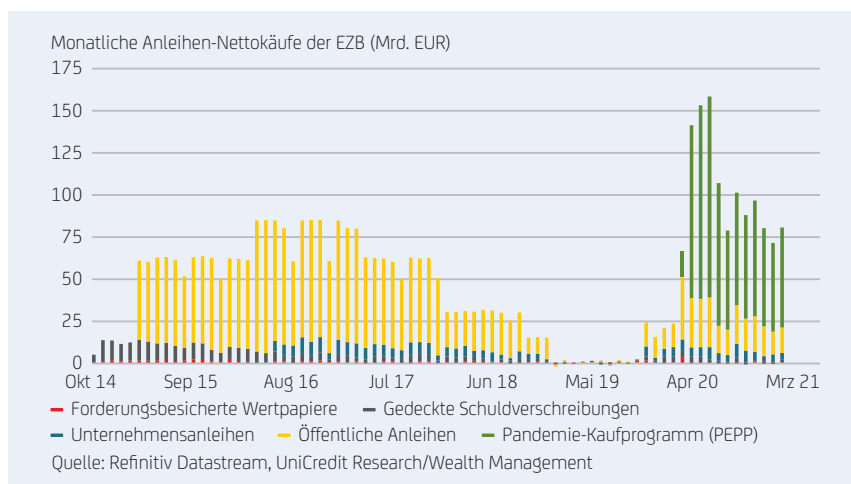
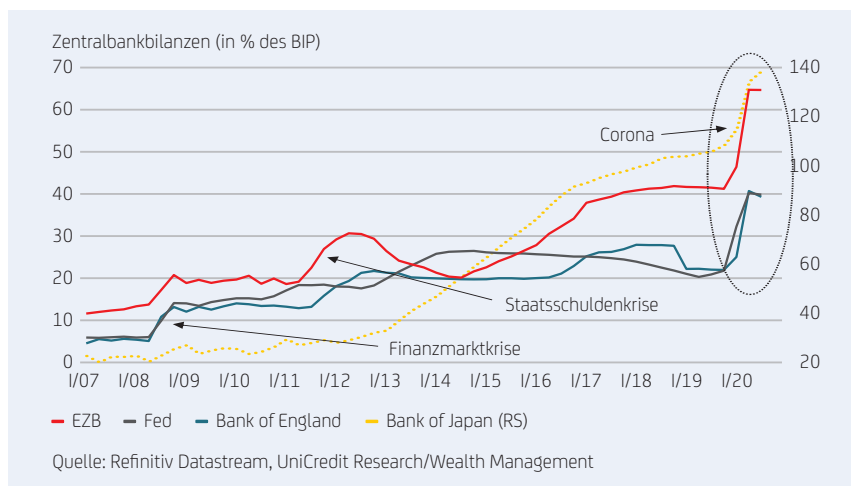


Steigende Inflationsraten dies- und jenseits des Atlantiks bestimmen das Geschehen an den Finanzmärkten. Vor dem Hintergrund der Erwartung einer nachhaltigen Konjunkturerholung nach dem Auslaufen der Pandemie(beschränkungen) überrascht das kaum. Zudem haben die Zentralbanken über Wertpapierkäufe große Summen an Geld in das Finanzsystem gepumpt. Vielen Anlegern verursacht diese Entwicklung ein mulmiges Gefühl. Zieht die Inflation nicht zuletzt deshalb an? Doch die Wertpapierkäufe treiben die Inflation weniger stark als man vermuten könnte – und wirken auch nur indirekt. Warum dem so ist, wollen wir hier näher erläutern – und auch, was passierne müsste, damit die Inflation dauerhaft spürbar ansteige. Aber ich kann Sie an dieser Stelle gleich beruhigen. Inflationsängste erscheinen in Europa derzeit nicht angebracht.

Steigende Inflation bzw. Inflationserwartungen sind derzeit das bestimmende Thema an den Rentenmärkten. Neben massiven fiskalpolitischen Impulsen – erst kürzlich haben die USA ein weiteres, **1,9 Billionen USD schweres Programm** verabschiedet – wird dafür immer wieder auch der rasante Anstieg der Wertpapierkäufe der Notenbanken („Quantitative Easing“) ins Feld geführt. Die beispiellosen Maßnahmen der Zentralbanken während der Corona-Pandemie (siehe Grafik 1), so die Ängste, sollten letztendlich in eine stark steigende Inflation münden, nachdem die Teuerung jahrelang die Zielmarke der Zentralbanken in den entwickelten Volkswirtschaften (meist: unter 2 %) deutlich unterschritten hat.

„Quantitative Easing“ muss unserer Meinung nach aber nicht zwangsläufig zu mehr Inflation führen und wird es in absehbarer Zeit wohl auch nicht. Denn letztlich ist Inflation schlichtweg das Ergebnis von gesamtwirtschaftlicher Nachfrage, die das Angebot übersteigt, und somit einer Rückkehr zu Vollbeschäftigung und hoher Kapazitätsauslastung.

BEISPIELLOSE WERTPAPIER-KAUFPROGRAMME DER NOTENBANKEN



Der American Rescue Plan sieht eine weitere Runde von Konjunkturschecks („stimulus checks“) an Haushalte in Höhe von 1.400 Dollar vor (zusätzlich zu den 600-Dollar als Teil des im Dezember verabschiedeten Pakets), 400 Dollar pro Woche an erweiterten Arbeitslosenunterstützungen bis September, 350 Milliarden Dollar an Hilfen für bundesstaatliche und lokale Regierungen, 180 Milliarden Dollar für COVID-19-Impfungen und -Tests und 155 Milliarden Dollar für Schulen. Es ist mit 9 % des BIP das größte Fiskalprogramm in Nachkriegszeiten. Zusammen mit dem Response and Relief Act von Ende Dezember (4,5 % des BIP) dürfte dies zu einem Wachstumsschub in den USA in diesem Jahr führen und die Erwartung einer globalen Reflationierung weiter nähern.

Quantitative Lockerung („Quantitative Easing“) ist ein unkonventionelles geldpolitisches Instrument, mit dem eine Zentralbank in großem Umfang Vermögenswerte aufkauft. Dadurch steigt die **Geldbasis**. „Quantitative Easing“ wird typischerweise eingesetzt, wenn die Wirtschaft und die Inflation schwach und damit nachhaltige geldpolitische Impulse erforderlich sind, der Spielraum für Zinssenkungen aber begrenzt ist, weil die Leitzinsen an oder nahe ihrer effektiven Untergrenze liegen. Als die Corona-Pandemie die Weltwirtschaft in den Würgegriff nahm und das Bruttoinlandsprodukt (BIP) rund um den Globus einbrach, begannen alle bedeutenden Zentralbanken erneut mit massiver Liquiditätszufuhr und Käufen von Vermögenswerten, um dem scharfen Gegenwind an den Finanzmärkten und die abrupte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft abzumildern. Infolgedessen schwollen die Bilanzen der Zentralbanken rasch auf ein noch nie dagewesene Niveau an.

Die quantitative Lockerung wirkt über eine Reihe von Kanälen. Der Abwärtsdruck auf die **Laufzeitprämie** ist wahrscheinlich der wichtigste. Er senkt die Kreditkosten für den öffentlichen und privaten Sektor und löst Portfoliumschichtungen (bei den Verkäufern) aus, die die Bewertung einer Reihe von Vermögenswerten, die nicht direkt von der Zentralbank ins Visier genommen werden, nach oben treiben. Dieser Bewertungskanal kommt Banken, Unternehmen und Haushalten zugute – mit sich gegenseitig verstärkenden Effekten auf Kreditvergabe, Investitionen und Konsum. „Quantitative Easing“ hat aber auch eine Signalwirkung. Denn die Ankäufe von Vermögenswerten implizieren ein starkes Bekenntnis der Zentralbank, die Leitzinsen über einen längeren Zeitraum an der Untergrenze zu halten. In dieser Hinsicht stärkt die quantitative Lockerung die Glaubwürdigkeit jeder Zinsentscheidung, die eine Zentralbank trifft, indem es den Druck auf die Laufzeitprämie verstärkt und die positiven Auswirkungen von „Quantitative Easing“ auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft verstärkt.

Um zu verstehen, inwieweit die Liquiditätszufuhr, die mit „Quantitative Easing“ einhergeht, einen inflationären Effekt haben kann, müssen wir einen wichtigen Unterschied zwischen Geldbasis (oder Zentralbankgeld) und der breiten Geldmenge machen. Dazu ein Gedankenexperiment: Nehmen wir an, dass eine große Menge Bargeld aus einem Helikopter abgeworfen wird. Die Geldscheine bleiben einige Zeit auf den Straßen liegen (wahrscheinlich nicht mehr als ein paar Sekunden), bevor die Leute anfangen, sie aufzusammeln. Solange das Bargeld auf der Straße liegt, ist sein inflationärer Effekt gleich null. Wenn die Menschen es dann **aufheben und ausgeben**, steigert es die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und die Inflation zieht entsprechend an.

Die Geldbasis kann nur von der Zentralbank geschaffen werden kann. Sie stellt damit die Verbindlichkeiten der Zentralbank gegenüber Geschäftsbanken und Nichtbanken dar. Sie setzt sich zusammen aus dem Bargeld und den Einlagen (Mindestreserven plus Überschussreserven) der Geschäftsbanken bei der Zentralbank.

Die Laufzeitprämie entspricht der zusätzlichen Rendite, die ein Geldgeber verlangt, wenn er eine langfristige Anleihe erwirbt, anstatt in kurzfristige Anleihen zu investieren. Die Laufzeitprämie selbst ist nicht direkt beobachtbar, sie kann jedoch aus Fundamentaldaten oder der Terminkurve abgeleitet werden.

Die Geldbasis ähnelt in diesem Beispiel dem Bargeld auf der Straße, das sich in breit gefasste Geldmenge („broad money“) verwandelt, wenn die Leute es aufheben und ausgeben.

Die Geldbasis wird von der Zentralbank bereitgestellt und besteht aus Banknoten und den Einlagen, die Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten. Wenn eine Zentralbank Ankäufe von Vermögenswerten tätigt, werden diese Käufe typischerweise über Banken abgewickelt – unabhängig davon, ob die endgültigen Verkäufer der Wertpapiere Kreditinstitute oder andere Akteure sind. Daher führen diese Käufe zu einer mechanischen, direkten Erhöhung der Geldbasis.

“Quantitative Easing“ ist nicht das einzige Instrument der Zentralbank, das die Basisgeldmenge erhöht. Die Geldbasis steigt auch, wenn eine Notenbank den Banken Liquidität **im Rahmen von Refinanzierungsgeschäften** zur Verfügung stellt. Diese Liquidität hat jedoch andere Eigenschaften als die durch die quantitative Lockerung geschaffene. Wertpapierkäufe erhöhen die Liquidität im System permanent – zumindest bis die Zentralbank “Quantitative Easing“ durch den Verkauf oder das Nicht-Überrollen der gekauften Vermögenswerte irgendwann einmal rückgängig macht. Stattdessen muss die durch Refinanzierungsgeschäfte geschaffene Liquidität an die Zentralbank zurückgezahlt werden, wenn die Refinanzierungsoperationen auslaufen. “Quantitative Easing“ erhöht zwar die Geldbasis im System. Diese Liquidität steht dem Bankensektor zur Verfügung, nicht aber der Realwirtschaft. Basisgeld kann zwischen Banken ausgeliehen und für Zahlungen zwischen ihnen verwendet werden, aber Banken können Basisgeld nicht verleihen, z. B. an Haushalte oder Unternehmen.

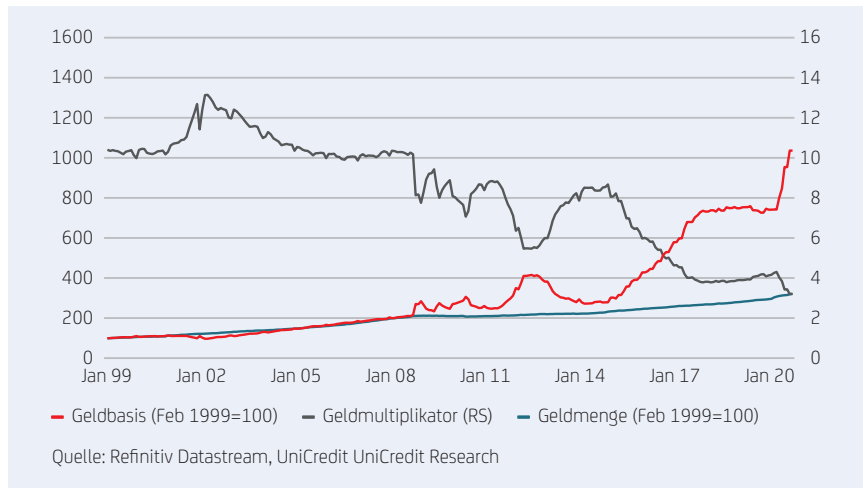
Demgegenüber misst die breite Geldmenge (im Gegensatz zur Basisgeldmenge) die Ressourcen, die dem Nicht-Bankensektor für den Kauf von Waren, Dienstleistungen und nicht-monetären Vermögenswerten bzw. für Investitionen zur Verfügung stehen. Die breite Geldmenge wird von Banken bereitgestellt, hauptsächlich wenn sie **Kredite vergeben**. Für die Banken ist die Entscheidung, Kredite zu vergeben, indes kein mechanisches Abbild ihrer Bestände an Basisgeld, sondern fußt auf der erwarteten Rentabilität ihrer Kreditvergabe, die von Faktoren wie dem für den Kredit geltenden Zinssatz, Überlegungen zum Risikomanagement und Kapitalbeschränkungen abhängt.

Dazu zählen z. B. auch die gezielten Langfristender (TLTROs, „targeted longer-term refinancing operations“) der Europäischen Zentralbank.

Dies wird auch als Geldschöpfung bezeichnet.

GELDBASIS, GELDMENGE UND GELDMULTIPLIKATOR

Letzteres ist die Relation der beiden ersten Größen



Wichtig ist, dass die weit gefasste Geldmenge das Geldaggregat ist, das für die Inflation die größte Bedeutung hat, da es die Ausgabenkapazität der Wirtschaft besser widerspiegelt. Im Euroraum ist das Referenzaggregat dafür die **Geldmenge M3**. Das Volumen der weit gefassten Geldmenge in der Wirtschaft ist das Ergebnis einer komplexen Interaktion des Bankensektors (sowohl der Zentralbank als auch der Geschäftsbanken) mit dem Nichtbankensektor, d. h. den privaten Haushalten und den Unternehmen. Es gibt mehrere Faktoren, die die Entwicklung von M3 beeinflussen. Die Versorgung des Nichtbankensektors mit Bankkrediten ist einer der wichtigsten.

Bislang hat die quantitative Lockerung im Euroraum einen massiven Anstieg der Geldbasis, also des von der Zentralbank geschaffenen Geldes verursacht, nicht aber des breiten Geldes. Dies gilt auch für die meisten entwickelten Volkswirtschaften, einschließlich den USA. Ökonomen analysieren in erster Linie die relativen Trends von Geldmenge und Geldbasis. Das Verhältnis zwischen den beiden Größen wird als Geldmultiplikator bezeichnet. Vor der Finanzmarktkrise 2008/09 war die Entwicklung von Geldbasis und breiter Geldmenge im Euroraum weitgehend synchron, da die Zuführung von Basisgeld durch die Zentralbank hauptsächlich durch den Liquiditätsbedarf des Bankensystems bestimmt wurde. Infolgedessen war der Geldmultiplikator recht stabil nach oben gerichtet (siehe Grafik zuvor).

Mit der Finanzmarktkrise wurde die Geldbasis mit der umfangreichen Liquiditätsversorgung der Banken durch die EZB zunehmend aufgebläht – und zwar auf ein Niveau, das deutlich über der Gesamtnachfrage des Bankensystems lag. Mit der Einführung dieser Maßnahmen haben sich Geldbasis und Geldmenge entkoppelt. Der Grund dafür ist einfach: Die Jahre der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise waren von erhöhter wirtschaftlicher Unsicherheit und schwacher Kreditnachfrage geprägt. Höhere Bestände an Zentralbankreserven der Banken spiegelten häufig Motive der Liquiditätsabsicherung wider und führten nicht zu einer Erhöhung des Kreditangebots an den Nicht-Bankensektor. Das Wachstum der breiten Geldmenge schwächte sich ab. Die Folge war ein abrupter Rückgang des Geldmultiplikators. Ein niedrigerer Multiplikator bedeutet, dass für jede von der Zentralbank geschaffene Einheit an Basisgeld die Anzahl der Einheiten breiten Geldes abnimmt, die dem Nichtbankensektor für den Kauf von Waren und Dienstleistungen zur Verfügung stehen – und damit reduzierte sich auch das Inflationspotenzial der Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbank.

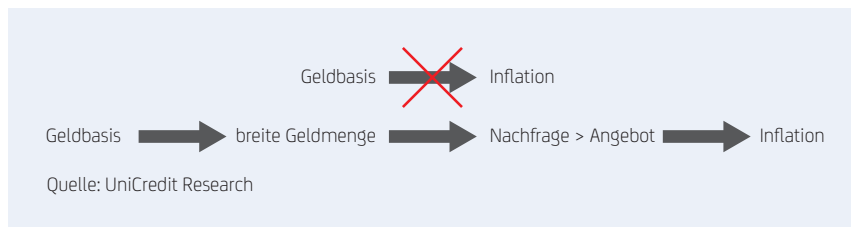
Die Situation normalisierte sich 2013/14, aber nur vorübergehend. Der Beginn des "Quantitative Easing" im Zuge der Staatsschuldenkrise im Jahr 2015 führte zu einer erneuten und starken Entkopplung zwischen Geldbasis und Geldmenge im Euroraum. Sie hat sich mit der Corona-Krise abermals verschärft, nachdem die Zentralbankenbilanzen regelrecht anschwellen (siehe erste Grafik), die Geldmenge aber nur recht verhalten zulegen konnte. Dies führte zu einem weiteren starken Rückgang des Geldmultiplikators.

Die Geldmenge M1 besteht aus dem Bargeldumlauf außerhalb des Bankensystems und den täglich fälligen Einlagen von Nichtbanken bei Finanzinstituten. Nimmt man Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren und Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten hinzu, errechnet sich M2. M3 als das weit gefasste Geldmengenaggregat des Eurosystems umfasst neben M2 auch Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Die Geldmenge M3 ist ein wichtiger Indikator für die monetäre Analyse, die den geldpolitischen Entscheidungen des Eurosystems zugrunde liegt.

Inflation ist ein genereller Anstieg des Preisniveaus. Dies ist die Zielgröße der Zentralbanken, nicht relative Preisbewegungen. Wenn der Preisanstieg nicht umfassend ist, sondern auf wenige Güter und Dienstleistungen beschränkt ist, haben wir es eher mit Veränderungen der relativen Preise und **nicht mit einer echten Inflation** zu tun. Demnach ist es höchst unwahrscheinlich, dass dies eine Reaktion der Zentralbank auslöst.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wann wir eine nachhaltig höhere Inflation bekommen? Ökonomen geben auf diese Frage oft eine einfache Antwort, nämlich „wenn zu viel Geld zu wenig Waren und Dienstleistungen gegenübersteht.“ Das bedeutet, dass Inflation entsteht, wenn die Gesamtnachfrage (Konsum plus Investitionen plus Exporte plus Lagerzufuhr) das Gesamtangebot (Produktion von Gütern und Dienstleistungen) dauerhaft übersteigt. Das Geld, auf das sich die Volkswirte beziehen, ist indes nicht das direkt von der Zentralbank geschaffene Basisgeld, sondern das Geld, das von den Geschäftsbanken durch Kredite geschaffen wird („broad money“) und die Kaufkraft in der Wirtschaft abbildet. Mit anderen Worten: Es ist nicht möglich, einen direkten Zusammenhang zwischen dem von einer Zentralbank in das System eingespeisten Basisgeld und der Inflation herzustellen und dabei die Zwischenstufe der Kreditschöpfung und insbesondere des Wirtschaftswachstums zu überspringen.

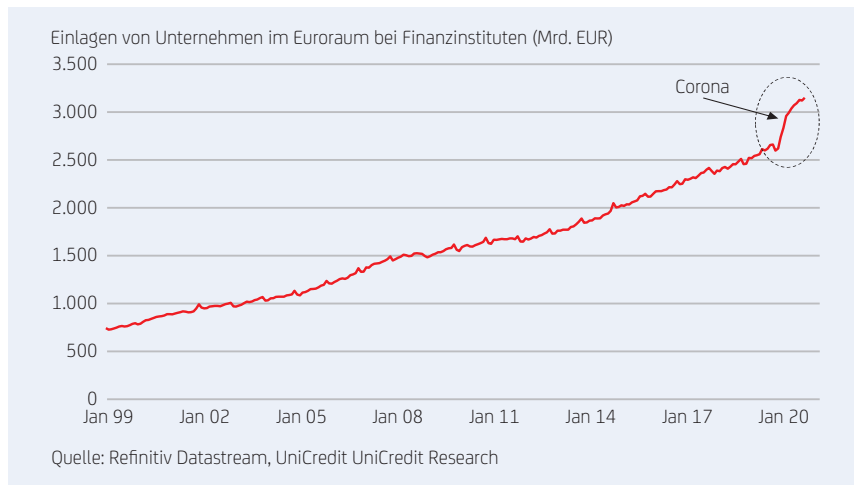
GELDBASIS, GELDMENGE UND INFLATION



Doch selbst eine Beschleunigung der Kreditschöpfung per se signalisiert nicht immer eine höhere Wahrscheinlichkeit eines nachhaltigen Inflationsanstiegs. So nahmen Unternehmen nach dem Ausbruch der Corona-Pandemie eilig Kreditlinien bei Banken in Anspruch. Die Kreditvergabe beschleunigte sich ebenso wie die Emission von Unternehmensanleihen. Die Unternehmen aber nutzten all dieses Geld, um ihre Liquiditätspuffer aufzustocken. Sie erlebten einen beispiellosen Anstieg (siehe Grafik), der eindeutig von Vorsichtsmotiven getrieben war. Solange das meiste dieser Gelder auf Bankkonten geparkt bleibt und nicht zur Finanzierung von Investitionsvorhaben und damit zur Ankurbelung der Nachfrage verwendet wird, bleibt das Inflationspotenzial gleich null.

So führt ein rasanter Anstieg der Ölpreise zwar zu einer Verteuerung von Energieträgern, aber nur dann zu einem breiten Inflationsdruck, wenn es Zweitrundeneffekte gibt, die die Preise vieler anderer Waren und Dienstleistungen nach oben treiben. Bleiben diese Effekte aus, fällt der Ölschock nach einem Jahr aus der Berechnung der Teuerung im Jahresabstand heraus.

BEISPIELLOSER ANSTIEG DER UNTERNEHMENSEINLAGEN

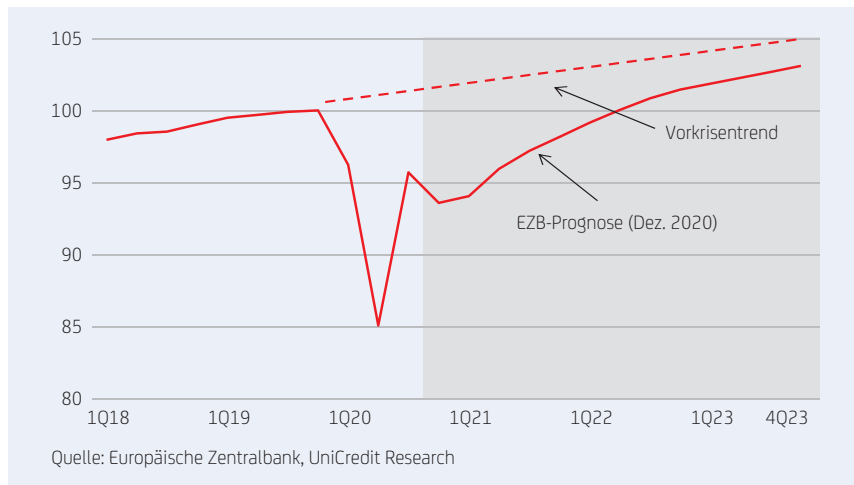


Die Wahrscheinlichkeit für einen nachhaltigen Inflationsanstieg hängt in erster Linie vom Zusammenspiel von Nachfrage und Angebot ab. Die einzige Möglichkeit, wie "Quantitative Easing" Inflation verursachen kann, ist daher die Ankurbelung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage der Wirtschaft. Solange es freie Kapazitäten gibt, was bedeutet, dass die Gesamtnachfrage unter dem Gesamtangebot bleibt, sind die Bedingungen für einen nachhaltigen Inflationsanstieg schlichtweg nicht gegeben. Problematisch dabei ist, dass zwar die Nachfrage leicht messbar ist, das gesamtwirtschaftliche Angebot dagegen kaum. Dies erschwert das Leben wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger und Analysten, wenn sie das Gleichgewicht zwischen den beiden und damit die Höhe der Kapazitätsreserven in der Wirtschaft beurteilen müssen.

Corona hat zu Unterbrechungen von Lieferketten geführt, da ganze Wirtschaftszweige stillgelegt werden mussten. Dank des schnellen Handelns der Regierungen und Zentralbanken aber dürfte sich dies nicht in einem nennenswerten und dauerhaften Minus des Produktionspotentials niederschlagen. Vielmehr sollten viele der betroffenen Firmen ihre Geschäfte wieder aufnehmen können, wenn die Beschränkungen vollständig aufgehoben werden, oder aber neue Unternehmen in den Markt eintreten, wenn sie gute Geschäftsmöglichkeiten sehen. In diesem Fall würde sich der Schaden auf der Angebotsseite in Grenzen halten. Die künftige Inflationsdynamik würde demnach hauptsächlich von der Entwicklung der Gesamtnachfrage bestimmt werden. Im Moment ist die Nachfrage noch deutlich schwächer als vor der Corona-Pandemie. **Ende 2020 dürfte das BIP im Euroraum um etwa 5 % unter dem Niveau vor der Pandemie gelegen haben.** Nach Ansicht der EZB wird das Vorkrisenniveau erst gegen Mitte 2022 wieder erreicht sein. Aber auch noch am Ende des EZB-Prognosehorizonts im Jahr 2023 sollte es unter dem Niveau liegen, das erreicht worden wäre, wenn die Wirtschaft im Einklang mit ihrem Trend von vor der Pandemie gewachsen wäre (siehe Grafik).

EWU WIRTSCHAFTSLEISTUNG BLEIBT NOCH LANGE UNTER POTENZIAL

EZB-Prognose und Trendfortschreibung



In diesem Umfeld und unter der Annahme, dass es zu keinen größeren und dauerhaften Schäden auf der Angebotsseite kommt, ist es nicht überraschend, dass die EZB und die meisten anderen Analysten erwarten (wir eingeschlossen), dass die Inflation im Euroraum zumindest in den nächsten 2-3 Jahren jenseits kurzfristigen Überschießens deutlich unter dem 2 %-Ziel bleiben wird.

Was aber müsste passieren, damit es doch zu einem nachhaltigen Inflationsanstieg kommt? Erstens bräuchten wir wahrscheinlich einen raschen und kräftigen Anstieg der Impfquote, der es ermöglicht, dass die Wirtschaftstätigkeit überraschend rasch und stark ansteigt. Zweitens müssten wohl die außerordentlich expansiven fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen – aus welchen Gründen auch immer – selbst dann noch beibehalten werden, selbst wenn die wirtschaftliche Erholung weit fortgeschritten und nachhaltig geworden ist. In einem solchen Umfeld wäre es dann auch wahrscheinlich, dass die Banken der Realwirtschaft umfassend Kredite gewähren, was sowohl die Investitionen der Unternehmen als auch den Konsum der privaten Haushalte weiter ankurbeln würde. Da sich die Angebotsseite der Wirtschaft oft als eher „träge“ erweist, würde die Gesamtnachfrage beginnen, das Gesamtangebot zu übersteigen – und sich ein Inflationsdruck aufbauen.

DISCLAIMER

Unsere Darstellungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlungen der Bank dar. Diese Information genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die UniCredit Bank AG deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank AG zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank AG kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Informationen dienen lediglich der Information im Rahmen der individuellen Beratung durch Ihren Berater und können diese nicht ersetzen. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Quellen zu Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben: Thomson Reuters Datastream, eigene Berechnungen.

IMPRESSUM

Herausgeber:

UniCredit Bank AG
Arabellastraße 12
81925 München

Fachredaktion:

Dr. Philip Gisdakis,
Nikolaus Keis

Erscheinungsweise: nach Bedarf
Abgeschlossen am: 15.03.2021