

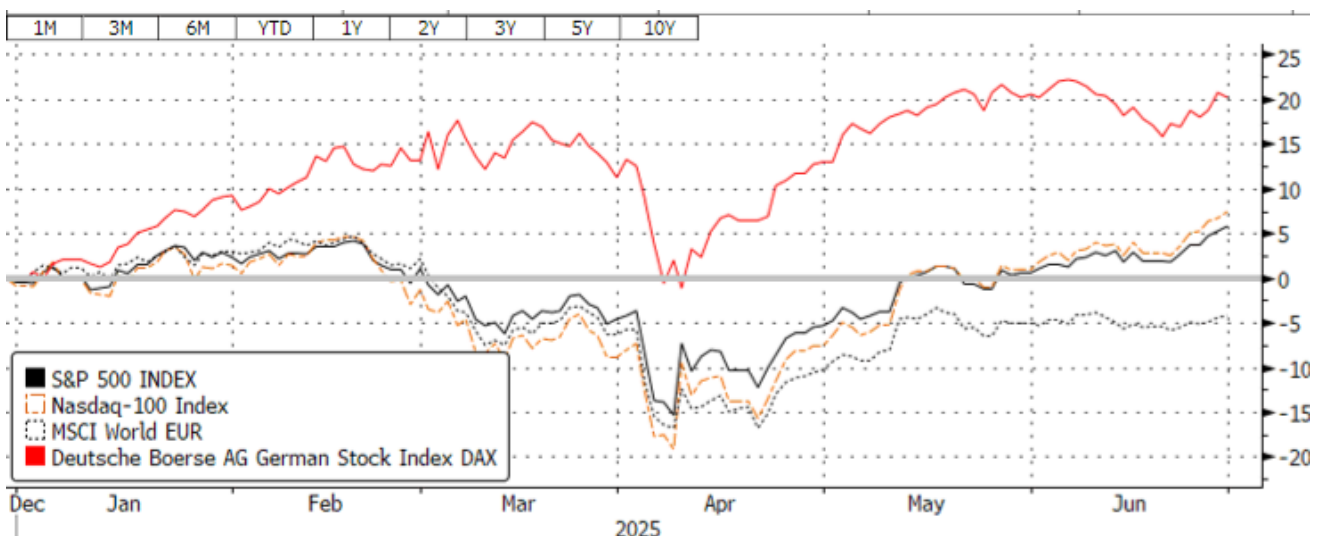


STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN Juli 2025

1. WIEDER EINMAL STARKE KURSSCHWANKUNGEN

Der alte Sager, politische Börsen hätten kurze Beine, hat im ersten Halbjahr 2025 wenig Trost bieten können. Die Schwankungen waren ziemlich drastisch. Nur ein Beispiel: Der S&P 500 – Index verzeichnete am 4. April mit minus 5.96 % den schwächsten Tag seit 5 Jahren und 5 Tage später mit plus 9,52 % den stärksten seit 13 Jahren.

Sehen wir uns einmal die Entwicklung der wichtigsten Indizes an:



Quelle: Bloomberg

2. WAS IST MIT DEN USA LOS?

Die wohl eleganteste und doch recht deutliche Beschreibung des Kurses von Präsident Trump stammt vom Schriftsteller Daniel Kehlmann: „Man muss nämlich auch aufpassen, dass man das, was in den USA passiert, nicht verharmlost, indem man dauernd betont, es sei immerhin mit dem NS – Regime nicht zu vergleichen“. Aber so aktuell das Thema der Demokratie in Amerika leider auch sein mag, wir beschränken uns hier auf die aktuelle wirtschaftliche Problematik und ihre vermutlichen Folgen für Veranlagungen.

Trump verfolgt mit seinen Aktivitäten gleichzeitig wahltaktische wie wirtschaftspolitische Ziele. So soll seine „Big Beautiful Bill“ (eine Bezeichnung, die er tatsächlich wörtlich in den Beginn des Gesetzentwurfes hat aufnehmen lassen) den Interessen seiner reichsten Förderer nach weiteren

Steuersenkungen Rechnung tragen, während sein rabiates Vorgehen gegen Immigranten all jenen imponieren soll, die seiner Meinung nach ihren Arbeitsplatz durch Immigranten bedroht sehen. Zugleich will Trump das enorme Handelsbilanzdefizit durch die Verlagerung von ausländischen Produktionen ins Inland bekämpfen.

Die Dramatik des amerikanischen Doppeldefizits (Budgetdefizit und Handelsbilanzdefizit) haben wir zuletzt bereits in unseren Strategischen Perspektiven vom Jänner dieses Jahres geschildert. Daher hier nur zwei aktuellere Ziffern: In dem seit 1. Oktober laufenden Fiskaljahr, also von Oktober 2024 bis einschließlich Mai 2025, sind allein an Zinszahlungen für die Finanzschulden der USA stattliche 776 Milliarden Dollar angefallen. Die Schätzungen der Mehrkosten der jetzt beabsichtigten „Big Beautiful Bill“ mit den darin enthaltenen Steuersenkungen kommen auf Sicht der nächsten 5 Jahre zu recht unterschiedlichen Ergebnissen. Außer Trump nahestehenden Quellen kommt keine Schätzung auf zusätzliche Kosten von weniger als 3.300 Milliarden Dollar. Nach dem Congressional Budget Office wird das Budgetdefizit in den nächsten Jahren nicht unter jeweils rund 6% des Sozialproduktes liegen, und allein die reinen Zinszahlungen jährlich eintausend Milliarden Dollar übersteigen.

Der Kurs des Dollars wird daher weiter unter Druck bleiben. Das ist nicht nur eine Folge solcher Zukunftsaussichten, sondern hängt ebenso mit dem sinkenden Vertrauen gegenüber dem derzeitigen Präsidenten zusammen. Misst man außerdem nach Kaufkraftparitäten, dann ist auch danach der Dollar überbewertet. Trump überlegt allerdings öffentlich, die Staatseinnahmen durch Steuern auf die Zinserträge ausländischer Investoren zu erhöhen. Das würde wohl eher die Scheu vor solchen Anlagen steigern als die Staatseinnahmen.

Aber was wären die Alternativen? Die chinesische Währung ist noch zu stark reglementiert, die japanische im Welthandel zu selten gebräuchlich und der Euro durch die erwarteten enormen Staatsdefizite belastet. Es gibt auch keine vergleichbare Infrastruktur in Form von weltweiten Handelsmärkten für diese Währungen. Die EZB - Präsidentin Frau Lagarde hat zu Recht daran erinnert, dass selbst starke Erschütterungen der Weltwährungsordnung in vergangenen Jahren den Dollar nicht aus seiner Leitwährungsfunktion vertrieben hätten. In den Dreißigerjahren des vergangenen Jahrhunderts sei der Anteil des Dollars an den weltweiten Währungsreserven von 60 auf 20 % gefallen, in den Siebzigerjahren von 70 auf 50 %. In beiden Fällen habe sich keine robuste Alternative gezeigt und der Dollar seine Reservefunktion zurückgewonnen.

3. DER DOLLAR UND DAS GOLD

China hat aus der amerikanischen Defizitproblematik (und vielleicht auch aus Angst vor Blockaden von Dollarveranlagungen im Fall einer weiteren Verschärfung der Spannungen) seine Konsequenzen gezogen. Es verschiebt schon seit längerem seine Reserven weg vom Dollar hin zum Gold.

Chinesen kaufen Gold für Währungsreserven und verkaufen Dollaranleihen.



Quelle: Finanzwoche Nr. 06 / 27.03.2025

Auch zunehmend andere Staaten sehen Gold als einzige wirklich brauchbare Alternative zum Dollar. Nach der Branchenorganisation World Gold Council wollen mehr als die Hälfte aller Notenbanken, die dem Council auf Befragen geantwortet haben, in den kommenden 12 Monaten ihre Goldreserven weiter aufstocken. Drei Viertel aller Notenbanken halten eine weiter zunehmende Bedeutung des Goldes als weltweite Währungsreserve für wahrscheinlich.

Allein schon deshalb bleibt Gold für Investoren weiter attraktiv. Gold zahlt freilich keine Zinsen, während der hohe Finanzierungsbedarf der USA auf Dauer nicht ohne Auswirkungen auf die Zinsen bleiben kann. Alle großen Rating-Agenturen haben die USA von der besten auf die zweitbeste Bonitätsstufe rückgereiht. Allein das wirkt sich auf die Höhe der Zinsen amerikanischer Staatsschulden aus.

Ein zweiter zinstreibender Faktor ist das steigende Risiko. Jamie Dimon, der Chef von JP Morgan und damit einer der bestinformierten Insider der USA, warnt sogar ausdrücklich vor dem Risiko eines Crashes auf dem amerikanischen Anleihenmarkt. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit dafür nicht sehr hoch sein mag, man muss das im Auge behalten.

Ein möglicher weiterer Effekt wäre aber auch, dass die Zinssenkungen der letzten Zeit in Europa trotz deutlich gesunkener Inflationsraten nicht mehr sehr lange weiter fortgesetzt werden können. Niedrigere Zinsen in Europa im Vergleich zu Anlagen in den USA sind schon wegen der unterschiedlichen Größe der Kapitalmärkte nur in Grenzen möglich, wie ja die Phase der sogenannten Nullzinsenpolitik der EZB gezeigt hat. Das gilt vor allem auch in der kommenden Phase vermutlich weiter steigender europäischer Staatsdefizite.

Für Anleihen ergibt sich daraus, beim Blick auf die nächsten 2 bis 3 Jahre besser nicht mehr mit sinkenden Zinsen zu rechnen. Lang laufende Anleihen zu heutigen Zinsen bergen die Gefahr deutlicher Kursverluste in den nächsten Jahren. Und das, obwohl die Aussichten für die Konjunktur in den westlichen Industriestaaten nach wie vor bescheiden sind.

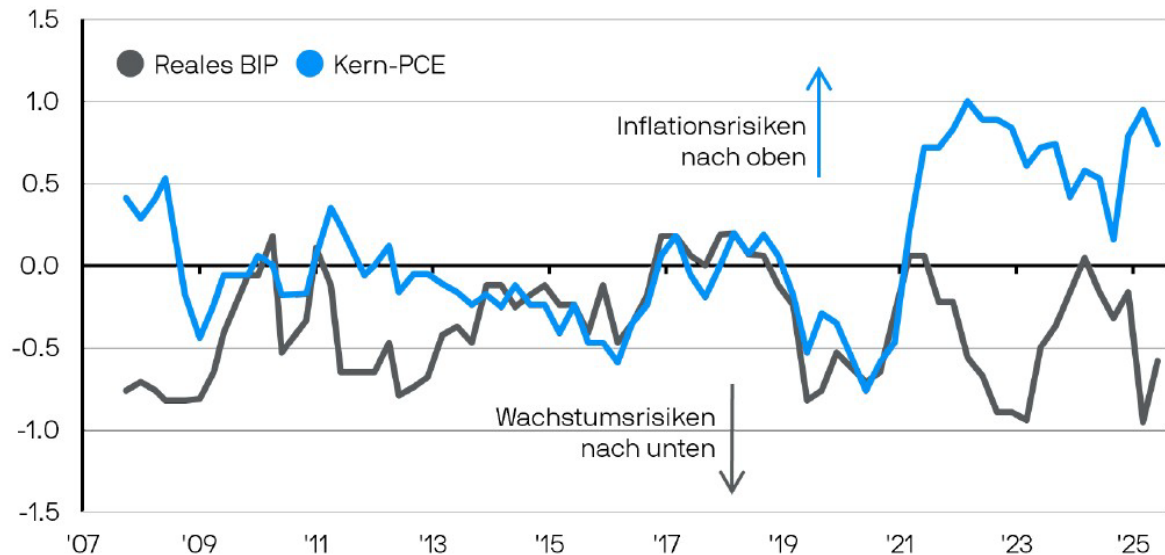
4. US-ZÖLLE UND DIE WELTKONJUNKTUR

Bis vor kurzem hat es so ausgesehen, als ob die amerikanische Konjunktur relativ robust bleibe und ein stärkeres Wachstum als die europäische Wirtschaft werde vorweisen können. Die Daten für das amerikanische Sozialprodukt haben allerdings etwas überraschend für das erste Quartal einen Rückgang um 0,2 % verzeichnet, während in Europa sogar die Nachzügler Deutschland und Österreich zuletzt wenigstens eine leichte Belebung verzeichnet haben.

Die Trump'schen Zolldrohungen, die gelegentlich abgeschwächt, gelegentlich verschärft werden, und sich vor allem durch weitgehende Unberechenbarkeit auszeichnen, machen freilich alle Prognosen zu Makulatur und verunsichern die Unternehmen. Es bleibt nur zu hoffen, dass die historischen Erfahrungen allseits zu etwas mehr Mäßigung und Vernunft beitragen. Über die katastrophalen Auswirkungen des Smoot-Hawley Tariff Act der Dreißigerjahre haben wir in Vorwegnahme der heutigen Debatten bereits ausführlicher berichtet. Die Trump'sche Zollpolitik bleibt angesichts solcher historischer Erfahrungen ein schwer kalkulierbares, aber ernstes Risiko. Und dieses Risiko bedeutet, dass das Wirtschaftswachstum schwächer, die Inflation dafür aber höher würde – die klassische Stagflation. Für die USA ist dieses Risiko schon deutlich sichtbar, in Europa ist es nicht geringer.

Die Fed steht vor widersprüchlichen Risiken

FOMC-Risikoabwägung: Reales BIP und Kern-PCE, Diffusionsindex



Quelle: Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Werte über null zeigen Aufwärtsrisiken an, während Werte unter null Abwärtsrisiken anzeigen. Datenstand: 19. Juni 2025.

Selbst wenn sich keine weiteren Bedrohungen ergeben, ist in den westlichen Industriestaaten im Durchschnitt nur mit bescheidenem Wachstum zu rechnen, Indien und China wachsen nach aktuellen Prognosen doppelt so schnell.

Und es gibt ein weiteres grundsätzliches Problem, das auch hinter den Angriffen auf die iranischen Atomanlagen steckt. Man kann über die israelische Kriegsführung im Gaza-Streifen geteilter Meinung sein und den Eindruck haben, dass das dortige Vorgehen Israels jedes Maß und Ziel verloren hat. Aber es ist zu akzeptieren, dass eine iranische Atombombe für Israel tatsächlich eine existentielle Bedrohung darstellt und Israel sich dagegen mit allen Mitteln zur Wehr setzen möchte. Ob zusätzlich das amerikanische Eingreifen wirklich notwendig gewesen ist, können wohl nur Militärs beurteilen. Aber man braucht kein Militär, um zu verstehen, dass Israel keine Ruhe geben wird, solange diese Gefahr besteht.

Für die Weltwirtschaft würde es kritisch, wenn der Iran die Straße von Hormus sperren oder die Passage auch nur wesentlich erschweren sollte. Dann müsste man mit einer massiven Steigerung des Ölpreises rechnen. Die Auswirkungen auf die Weltkonjunktur wie auch auf die Preise wären

schlimm, und es wäre mit einer ernsten Stagflation – niedriges Wachstum, hohe Preissteigerungen – mit allen negativen sozialen und politischen Folgen zu rechnen.

Allerdings gibt es auch für den Iran ein gutes Argument, eine solche Sperre genau zu überlegen. Stark betroffen wären nämlich kaum die USA, die seit rund 10 Jahren bereits ein Nettoexporteur von Erdöl und Gas sind, sondern vielmehr außer Europa auch China, das zu den wenigen und - deshalb umso wichtigeren - Freunden des Iran zählt, und einen großen Teil seines Gas- und Erdölbedarfs über die Straße von Hormus importiert.

Mit den ernsten Risiken ist es aber, und zwar speziell für Europa, damit noch immer nicht genug. Es gibt eines, das besondere Aufmerksamkeit verdient: Europa hat, amerikanischen Wünschen folgend, gegenüber China Restriktionen beim Export von High-Tech Anlagen beschlossen. China hat daraufhin den Export von seltenen Erden nach Europa eingeschränkt. Nun weiß Europa nach eigener Analyse seit 2022, dass es bei vielen Produktionen und das ausgerechnet im Bereich der Elektromobilität, zu 98 % von chinesischen seltenen Erden abhängig ist. Die Chinesen haben als Antwort auf diese Restriktionen prompt die Lieferungen an seltenen Erden reduziert, was auffallend rasch zu Produktionseinschränkungen geführt hat. Im Moment herrscht eine Art Waffenstillstand. Aber es ist nicht Europa, das hier am längeren Ast sitzt. Stefan Quandt, Sprecher einer der wichtigsten deutschen Industriellenfamilien, hat das klar auf den Punkt gebracht: „Die Abhängigkeit von China bei seltenen Erden, Batterietechnologien und der Solarindustrie ist in absehbarer Zeit nicht aufzulösen. Es gibt Felder, in denen - ungeachtet politischen Wunschdenkens – bestehende Abhängigkeiten nicht in absehbaren Zeiträumen oder nicht nennenswert verringert werden können.“ Die USA scheinen sich mit China gerade in Sachen seltene Erden geeinigt zu haben, beide Seiten sind aber hinsichtlich der Details ziemlich wortkarg.

5. SOLL MAN NOCH HEUTE AKTIEN KAUFEN? UND WENN JA, WELCHE?

Was bedeutet das alles für Veranlagungen in Aktien? Die Verunsicherungen des Frühjahrs, verbunden mit einem schwächer werdenden Dollar haben etliche Finanzinvestoren veranlasst, trotz der dort noch immer besseren Gewinnentwicklung, aus amerikanischen Aktien in europäische umzusteigen. Das hat dem DAX zu einem Höhenflug verholfen, der nach der Lage der deutschen Wirtschaft so nicht zu erwarten war.

In einer geradezu ständig von Überraschungen unterschiedlichster Art geprägten Zeit haben traditionelle Strategien wenig Aussagekraft, ob es sich nun um Chartanalysen, Vergleiche mit Durchschnitten längerer oder kürzerer Zeiträume oder um die Beobachtung besonderer Verläufe, wie etwa dem Hindenburg – Phänomen oder Sonstiges handelt.

Da stellt sich zunächst einmal die Frage, ob man schwächere Börse-Phasen überhaupt „durchtauchen“, also Aktien behalten, oder besser zeitgerecht verkaufen soll. Sogar die Strategie, in Schwächephase nicht nur nicht zu verkaufen, sondern eher zuzukaufen, hat prominente Befürworter. Von einem Rothschild vergangener Zeiten stammt der Spruch: „Kaufen, wenn die Kanonen donnern“, und von Warren Buffett die Aussage: „Be fearful when others are greedy, and greedy, when others are fearful“. Selbst für vorsichtige Investoren kann man das immerhin auf den Nenner bringen, mehr auf die Nachhaltigkeit von Geschäftsmodellen und Gewinnen zu setzen, statt auf kurzfristige Stimmungsschwankungen und echte oder vermeintliche Trends, die keine ausreichende wirtschaftliche Basis haben.

Mit den Themen „Künstliche Intelligenz“ und „Green Energy“ haben wir uns vor kurzem befasst, heute geht es – allerdings aus gegebenen Anlass – mehr um konservative Branchen.

In der gegenwärtigen Phase kaum überblickbarer Veränderungen halten wir nämlich für das derzeit wichtigste Kriterium, die Widerstandsfähigkeit und Stabilität von Geschäftsmodellen. Es gibt schließlich Branchen, die unabhängig von Zöllen und politischer Einflussnahme auch wenig gefährdet von neuen Technologien sind. In diesen sind Unternehmen zu finden, die trotz stetig wachsender Gewinne und guter Rendite eine niedrige Bewertung aufweisen.

Solche Unternehmen finden sich im **Versicherungsbereich**, übrigens auch in Österreich. In einer Welt mit zunehmenden Risiken gehören Versicherer zu den Profiteuren. Allerdings engagieren wir uns nicht bei Rückversicherern. Die konnten sich bisher bei noch so hohen Schäden in der jeweils nächsten Runde über höhere Prämien erholen und so für die Zukunft absichern. Wir bezweifeln, ob das bei den stetig zunehmenden Naturkatastrophen auf Dauer eine wirklich ausreichende Absicherung darstellt und schließen uns der Meinung von Morgan Stanley an, dass die „Goldene Ära“ der Rückversicherer vorbei sei.

Die angeführten positiven Kriterien finden sich auch bei den **Produzenten von Baumaterialien** wie zB. **Zementfabriken**. Die in dieser Branche hohen Transportkosten verhindern das Überschreiten von Grenzen und damit den Anfall von Zöllen, und eine schwache Konjunktur (oder,

wie in Deutschland, ein enormer Rückstand in Sachen Infrastruktur) fördert die Bereitschaft des Staates zu Infrastrukturinvestitionen.

Das führt weiter zu den ohnedies etwas vernachlässigten Sektoren von Unternehmen der **Infrastruktur, der Wasserversorgung und Wasseraufbereitung**. Auf diese kommen mit dem Klimawandel und der zunehmenden Gefährdung ganzer Regionen durch Trockenheit noch erhebliche weitere Aufgaben hinzu.

Auch **Recycling-Unternehmen** sind gelegentlich günstig bewertet. Nicht jede Art von Recycling ist finanziell attraktiv, und der Bedarf an Rohstoffen ist in konjunkturellen Schwächephasen eher niedrig. Aber wenn und woraus immer Edelmetalle oder Seltene Erden gewonnen werden, sind die Aussichten gut. Das gilt übrigens auch für Kupfer, weil der Bedarf an Kupfer mit dem zunehmenden notwendigen Leitungsausbau für elektrischen Strom noch lange hoch bleiben wird.

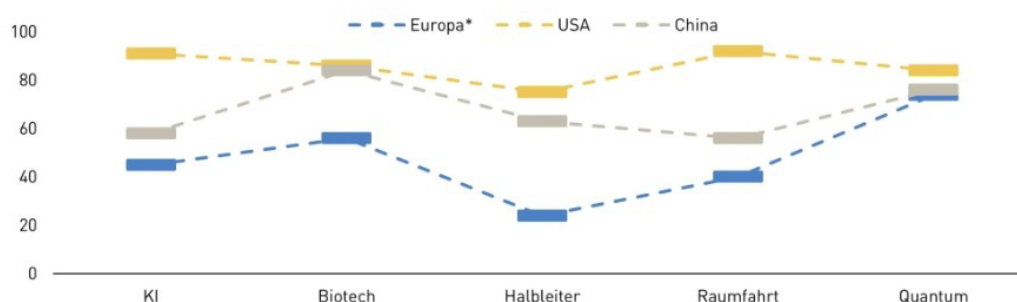
6. DIE USA UND CHINA: DIE UNTERSCHIEDLICHEN KONKURRENZBEDINGUNGEN

Sehen wir uns einmal an, wer in wichtigen Zukunftsbereichen die Nase vorne hat.

Die USA sind in allen Zukunftstechnologien führend; Europa hat Aufholbedarf

Critical and Emerging Technologies Index

Nach Technologiebereichen, Normierte Indexpunkte, 100=am weitesten entwickelt



Quelle: [Rosenbach et al. \(2025\)](#), [Harvard Kennedy School](#); [The Economist](#) Darstellung.

Anmerkung: *Europa umfasst die Länder England, Frankreich, Deutschland, Italien, die Niederlande und Spanien. Der "Critical and Emerging Technologies Index" vergleicht 25 Länder anhand ihrer Performance in den fünf dargestellten Technologiefeldern. Die Performance in den jeweiligen Technologien wird anhand von 48 Dimensionen verglichen, wie beispielsweise wirtschaftliche Ressourcen, Humankapital, Sicherheit, Regulierung und Global Player.

Wird Amerika die Führungsrolle, die bei Quantencomputern und Biotech ohnedies kaum mehr sichtbar ist, behalten? Und kann die Trump'sche Vorstellung, über Schutzzölle und zusätzliche

fiskalische Maßnahmen wieder mehr Produktionen in die USA zurückholen, überhaupt funktionieren? Schon aus bloßer Angst vor dem etwas radikalen Stil des Präsidenten werden vielleicht etliche Staaten und Unternehmen zu Konzessionen und auch zu tatsächlichen Neugründungen bereit sein. Dazu kommt, dass die EU, wie sich recht schnell herausgestellt hat, in Sachen Zollpolitik selbst im Glashaus sitzt und nach außen – und sogar auch nach innen – entgegen den eigenen Grundsätzen jede Menge Zölle und außertarifäre Handelshemmnisse errichtet hat. Die EU wird sich bewegen müssen.

Eine echte Trendumkehr ist aber nicht zu erwarten und das aus mehreren Gründen. Zwischen 1950 und 2010 hat sich in den USA die Zahl der Industriearbeitsplätze um satte zwei Drittel reduziert. Seither hat sich die Zahl wieder stabilisiert. Das hängt mit deutlich niedrigeren Energiekosten und Abgaben sowie weniger bürokratischer Überregulierung zusammen. Aber die US-Industrie hat nicht die Facharbeiter, wie sie hier bei uns systematisch ausgebildet werden und die Industrieführer sind bei Sachinvestitionen sparsamer, erneuern Anlagen später und kümmern sich nur wenig um komfortable Arbeitsplätze, was das Interesse an dortiger Tätigkeit erkennbar gedrückt hat. Vor allem wurde es üblich, zahlreiche Vorprodukte bzw. Bestandteile dort einzukaufen, wo sie weltweit am günstigsten sind, sie dann vor Ort zusammenzubasteln und als US-Produkt zu verkaufen.

Andererseits scheint man die chinesische Industriepolitik bei uns noch immer nicht zu verstehen. Natürlich ist es dort für jeden Industrieführer äußerst ratsam, sich mit der kommunistischen Partei gut zu stellen und politisch nicht aufzufallen. Darüber hinaus fördert die Partei aber ein geradezu gnadenloses System erbitterter Konkurrenz, in dem nur die Stärksten - und damit auch international Leistungsfähigsten - überleben und das meist mit Arbeitszeiten, die doppelt so hoch sind als im Westen und Löhnen, die nicht einmal halb so hoch sind. Die bei uns auftretenden chinesischen Automobilbauer sind nur die leistungsfähigste Spitze von ursprünglich nicht weniger als 50 chinesischen Autobauern. Der Unterschied zu einer europäischen Industriepolitik, die Reglementierung über alles stellt und die Großunternehmen mit Milliarden fördert, die sich nachher als Flop erweisen, wie zB. in Deutschland sowohl eine Chipfabrik als auch eine Batteriefabrik, könnte nicht größer sein.

Und die Chinesen wissen, was Zukunftstechnologien sind. Bei einer kürzlich stattgefundenen Robotik-Messe haben die Chinesen gezeigt, dass sie auf dem Feld autonomer Roboter schon wesentlich weiter sind. Während die meisten Roboter bei uns auf der Basis fixer, wenn auch oft erstklassiger Programme laufen, arbeiten die Chinesen schon mit Hochdruck daran, Roboter mit künstlicher Intelligenz auszustatten. Dass solche Roboter im Schnitt fast ein Kilo seltene Erden

brauchen, kommt den Chinesen zusätzlich entgegen. Wir werden sehen, was dabei alles (auch an neuen Veranlagungsmöglichkeiten) herauskommt.

Wien, im Juli 2025

PRIVATCONSULT Vermögensverwaltung GmbH

Impressum: PRIVATCONSULT Vermögensverwaltung GmbH ist eine im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien zu FN 195763m eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in 1030 Wien, Rennweg 33B/202. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es besteht keinerlei Treuhandenschaft. PRIVATCONSULT erbringt Dienstleistungen auf Basis der von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) erteilten Konzession. PRIVATCONSULT ist keine Rechtsanwalts-, Steuerberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und erbringt keine Dienstleistungen, die diesen Berufsständen vorbehalten sind.

Disclaimer: Diese Marketingmitteilung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt kein Angebot oder keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar, noch ist sie als Aufforderung anzusehen, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über Wertpapierdienstleistungen oder -nebendienstleistungen abzugeben. Dieses Dokument kann eine Beratung durch Ihren persönlichen Anlageberater nicht ersetzen. In der Vergangenheit erzielte Erträge sind keine Garantie für zukünftige Entwicklungen. Der Wert einer Anlage kann schwanken, sich negativ entwickeln und wird nicht garantiert. Diese Aussendung ist eine Zusammenstellung von gesammelten Informationen über allgemeine wirtschaftliche Rahmenbedingungen und Entwicklungen. Sie wurde von PRIVATCONSULT mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind die von PRIVATCONSULT zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Alle Angaben in diesem Bericht stammen aus für zuverlässig gehaltenen Quellen, sind aber ohne Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der jeweiligen Information. Eine Haftung für direkte oder allfällige Folgeschäden aus der Nutzung dieser Informationen ist daher ausgeschlossen. Diese Aussendung ist keine Finanzanalyse im Sinne des WAG. Daher wurde diese Ausarbeitung auch nicht unter Einhaltung der Vorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Jegliche Erwähnung eines Wertpapiers ist als Weitergabe einer bei Dritten eingeholten Sachinformation zu werten, die den gerade genannten Einschränkungen unterliegt und damit weder als pauschale Kauf- oder Verkaufsempfehlung noch als persönliche Empfehlung an den Empfänger dieser Aussendung zum Kauf oder Verkauf eines der Wertpapiere.