

Konjunkturausblick 2023: Für Entwarnung noch zu früh

Kommt sie oder kommt sie nicht? Im Jahr 2023 könnte das von vielen gefürchtete Rezessionsszenario in einigen Industrieländern zur Realität werden. In diesem Punkt waren sich die meisten Kapitalmarktbeobachter zumindest noch vor wenigen Wochen erstaunlich einig. Doch die Börse haussiert seit dem Jahresbeginn – und zeigt sich damit wenig beeindruckt von den vermeintlich bestehenden Konjunkturrisiken. Regiert hier „Prinzip Hoffnung“ oder wird es höchste Zeit zum Umdenken? In diesem Kapitalmarktkommentar beleuchten wir die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für das laufende Jahr und die damit zusammenhängenden Chancen und Risiken am Kapitalmarkt.

Globales Wachstum lässt nach

Der Internationale Währungsfonds prognostiziert ein unterdurchschnittliches globales Wirtschaftswachstum in Höhe von 2,7 % für das Jahr 2023. Damit dürfte sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld gegenüber dem Vorjahr spürbar eintrüben. Doch nicht alle Regionen trifft es gleichermaßen: Während sich die Konjunktur in den Schwellenländern – angetrieben von China – bald erholen sollte, flaut das Wachstum in den Industrieländern zunächst weiter ab. Insgesamt spricht vieles dafür, dass die Weltwirtschaft die schweren exogenen Schocks der vergangenen Jahre – die Coronapandemie und die mit dem Krieg in der Ukraine verbundene Energiekrise – allmählich abschütteln kann. Das ändert jedoch nichts daran, dass sich die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen gegenüber den Zeiten von vor der Pandemie deutlich verschlechtert haben.

Geld- und Fiskalpolitik dürften Konjunktur belasten

Nachdem die Regierungen vieler Industriestaaten ihren Bürgern und Unternehmen während der Coronapandemie stark unter die Arme gegriffen haben, ist der Spielraum für weitere Fiskalimpulse kleiner geworden: Die gestiegenen Refinanzierungszinsen schränken die Handlungsmöglichkeiten der Politiker erheblich ein. Dies zeigt sich auch an der veränderten Marktreaktion auf staatliche Entlastungsinitiativen: Während breit angelegte Steuersenkungsprogramme in den vergangenen Jahren noch von den Marktteilnehmern goutiert wurden, scheinen mittlerweile die Sorgen um die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen wieder zu überwiegen – wie die Marktverwerfungen rund um die britische Steuerpolitik unter Liz Truss vor wenigen Monaten eindrucksvoll gezeigt haben. In der Konsequenz dürften staatliche Hilfen also nicht mehr nach dem „Gießkanne“-Prinzip erfolgen, sondern zielgerichteter ausgestaltet werden als zuvor. Die OECD rechnet mit einem leicht negativen Fiskalimpuls, also einem Rückgang der Netto-Staatsausgaben, ihrer Mitgliedsländer im Jahr 2023.

Ein zweiter Belastungsfaktor für die globale Konjunktur ist die restriktive Geldpolitik. Der gewichtete Leitzins aus weltweit 34 Notenbanken ist von 2,5 % im Dezember 2021 auf 5,0 % im Dezember 2022 gestiegen (siehe Grafik). Damit haben sich die Finanzierungsbedingungen merklich verschärft. Der weitere Verlauf der Zinsen hängt primär von der Inflation ab, deren Prognose derzeit mit großer Unsicherheit behaftet ist. Wir rechnen sowohl in den USA als auch in der Eurozone mit sinkenden Preissteigerungsraten. Allerdings gehen wir davon aus, dass sie auch am Jahresende noch über dem Zielwert der Notenbanken von 2 % pro Jahr liegen werden.

In vielen Industrieländern dürften daher die Leitzinsen in der ersten Jahreshälfte 2023 zunächst weiter steigen, bevor die Notenbanken den aktuellen Zinserhöhungszyklus beenden. Da Zinsänderungen ihre Wirkung auf die Realwirtschaft erst mit einem Zeitverzug von mehreren Quartalen entfalten, würden auch die von einigen Marktteilnehmern prognostizierten Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte keine schnelle Entlastung für die Konjunktur bringen. Es ist also davon auszugehen, dass insbesondere zinsensensitive Sektoren, etwa die Bauwirtschaft, im Jahr 2023 Gegenwind ausgesetzt bleiben. Auch die übrigen Investitionen dürften unter den verschärften Finanzierungsbedingungen leiden.

Die Finanzierungsbedingungen haben sich verschärft

Weltweiter Leitzins in %*



* Nationale Leitzinsen gewichtet mit dem jeweiligen Bruttoinlandsprodukt
Quellen: FactSet, Metzler; Stand: 31. Dezember 2022

USA: Rezessionsrisiken weiter hoch

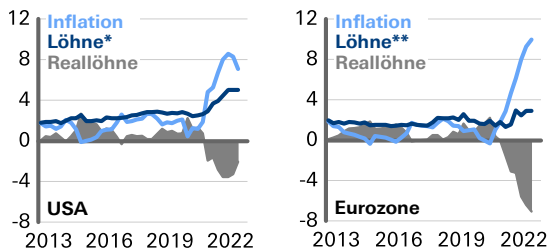
In den USA gerät neben der Bauwirtschaft auch der private Konsum zunehmend unter Druck: Zwar ist die Arbeitslosigkeit nach wie vor äußerst gering, und die Löhne steigen im Schnitt um beachtliche 4 bis 5 % pro Jahr. Angesichts der nur langsam sinkenden Inflationsraten schrumpfen die Reallöhne jedoch zunächst weiter und die Kaufkraftverluste belasten das Verbrauchervertrauen (siehe Grafik). Hinzu kommen negative Vermögenseffekte: Durch den Einbruch am Aktienmarkt in

kapitalmarktkommentar

2022 ist das Nettovermögen der US-Haushalte zuletzt wieder gesunken – vor allem nach Abzug der Inflation.

Die Reallöhne dürften (vorerst) weiter schrumpfen

Ggü. Vj. in %



* Arbeitskostenindex: Löhne und Gehälter (Annahme: Q4/2022 = Q3/2022)

** Tariflöhne (Annahme: Q4/2022 = Q3/2022)

Quellen: FactSet, Metzler; Stand: Q4/2022 (Inflation, Quartalsdaten)

Angesichts der herausgehobenen Bedeutung des Konsums für die US-Wirtschaft ergeben sich daraus Abwärtsrisiken für die Konjunktur. Zahlreiche Frühindikatoren, wie die inverse Zinsstrukturkurve und der rückläufige Leading Economic Index, deuten bereits seit längerem auf einen bevorstehenden Abschwung hin. Eine schwere Rezession im Sinne einer Systemkrise ist gleichwohl nicht zu erwarten. Der Bankensektor ist heute strenger reguliert als im Jahr 2008 und die Eigenkapitalausstattung der meisten Institute hat sich verbessert. Zudem sind die Verschuldungsquoten der Privathaushalte geringer als damals und der Anteil der Kredite mit variabler Verzinsung ist deutlich zurückgegangen.

Eurozone: Energiekrise überwunden?

Der Konjunkturausblick für die Eurozone steht und fällt mit der weiteren Entwicklung der Energiekrise. Hier hat sich die Situation zuletzt merklich entspannt – der europäische Gaspreis ist angesichts milder Temperaturen und gut gefüllter Speicher wieder gesunken. Es bleibt jedoch ein Restrisiko: Mit Blick auf den kommenden Winter könnte die Volatilität am Gasmarkt noch einmal zurückkehren. Davon unabhängig steigt die Kostenbelastung für Privatpersonen in diesem Jahr erheblich. Die Nebenkosten werden in der Regel nachträglich in Rechnung gestellt und dürften daher – zusammen mit rückläufigen Reallöhnen – den privaten Konsum dämpfen.

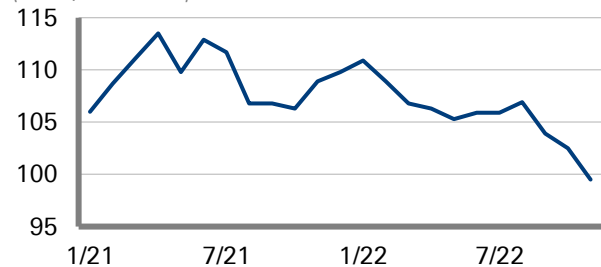
Für das laufende Jahr zeichnet sich zudem eine Verschiebung der Relation von Angebot und Nachfrage nach Gütern mit Folgen für die in Europa wichtige Exportwirtschaft ab. Während sich die in der Pandemie aufgebauten Lieferkettenprobleme allmählich lösen und damit die Angebotsengpässe behoben werden können, die zuvor die Produktion belastet haben, trübt sich die globale Nachfrage ein. Die Auftragseingänge aus dem In- und Ausland in der deutschen Industrie legen bereits seit einigen Monaten den Rückwärtsgang ein (siehe Grafik). Dank der zuvor gut gefüllten Orderbücher dürfte

sich die Nachfrageflaute jedoch erst mit Verzögerung auf die Produktion auswirken.

In Summe bleibt eine (moderate) Rezession in der Eurozone wahrscheinlich – wenngleich staatliche Entlastungspakete für Energiekosten und die Abkehr von der Null-Covid-Politik in China die Perspektiven für die europäische Wirtschaft zuletzt etwas aufgehellt haben.

Die Auftragseingänge lassen spürbar nach

Auftragseingänge der deutschen Industrie ohne Großaufträge (Index, 2015=100)



Quellen: Destatis, Metzler; Stand: November 2022

China: Konjunkturerholung wahrscheinlich

Unter den bedeutendsten Wirtschaftsregionen weist einzig China in diesem Jahr gute Voraussetzungen für eine Konjunkturerholung auf. Nachdem die Wirtschaft in Fernost im vergangenen Jahr stark unter rigiden Corona-Einschränkungen zu leiden hatte, dürfte die nun erfolgte Abkehr von der Null-Covid-Politik mit Nachholeffekten einhergehen. Der Aufschwung wird allerdings noch einige Monate auf sich warten lassen, da zunächst hohe Infektionszahlen für Störfeuer sorgen. Auch die Lage am problembehafteten Immobilienmarkt sollte sich im Laufe des Jahres stabilisieren, zumal sich die Regierung nun stärker um regulatorische und fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen bemüht. Im Ergebnis dürften von den genannten Faktoren positive Impulse für die chinesische Konjunktur ausgehen. Das gilt vor allem für den privaten Konsum und den Dienstleistungssektor.

Ausblick ist mit Chancen und Risiken verbunden

Die größten Risiken für den globalen Konjunkturausblick im laufenden Jahr bestehen in ungünstigen geopolitischen Entwicklungen, unerwartet starken Preiseinbrüchen am Immobilienmarkt und Pleitewellen bei Unternehmen. Chancen ergeben sich hingegen bei schnell und stark fallenden Inflationsraten, unverhofften Leitzinssenkungen und/oder einer Verhandlungslösung mit Russland im Konflikt mit der Ukraine.

Conclusio: Wenngleich sich das konjunkturelle Bild in den vergangenen Wochen – zumindest in Teilen der Welt – aufgehellt hat, existieren nach wie vor diverse Belastungsfaktoren. Für Entwarnung ist es deshalb noch zu früh.

kapitalmarktkommentar

Kapitalmarktausblick 2023: Es könnte nochmal ungemütlich werden

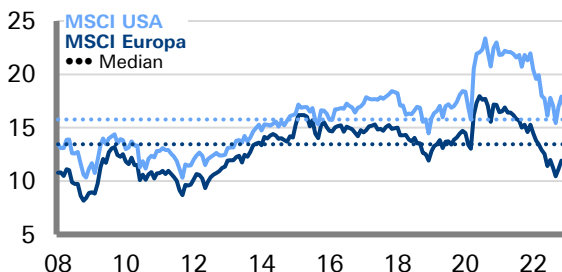
Nach dem enttäuschenden Börsenjahr 2022 haben die ersten Handelstage des neuen Jahres verheißungsvoll begonnen: Der Deutsche Aktienindex stieg allein in den ersten Handelswochen um gut 7 %, während weltweite Titel um etwa 3 % zulegten. Viele Marktteilnehmer atmen angesichts der zuletzt wieder etwas gesunkenen Teuerungsraten auf und erwarten gleichzeitig ein baldiges Ende des aktuell schnellsten Leitzinserhöhungszyklus seit den 1980er-Jahren – historisch gesehen gute Voraussetzungen für steigende Aktienmärkte.

Die Bewertungen am Aktienmarkt sind gesunken...

Die Bewertungen am Aktienmarkt dürften bei vielen Marktteilnehmern ebenfalls für Optimismus sorgen: Sowohl US-amerikanische als auch europäische Aktien haben im turbulenten Börsenumfeld des vergangenen Jahres Federn gelassen. Dementsprechend sind die Unternehmensbewertungen in beiden Regionen spürbar gesunken (siehe Grafik). In Europa liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis derzeit sogar unter dem langjährigen mittleren Wert, was ein gewisses Aufwärtspotenzial suggeriert. Die in den vergangenen Jahren deutlich zu hohe Bewertung von US-amerikanischen Aktien hat sich mittlerweile zumindest in Richtung eines durchschnittlichen Niveaus reduziert. Investoren laufen aktuell also kaum Gefahr, in viel zu teure Aktienmärkte zu investieren, was im Hinblick auf das langfristige Ertragspotenzial positiv zu beurteilen ist.

Attraktivere Einstiegsniveaus: Die Bewertungen am Aktienmarkt sind in den vergangenen Quartalen gesunken

Kurs-Gewinn-Verhältnis*



* Auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate
Quellen: FactSet, Metzler; Stand: 31. Dezember 2022

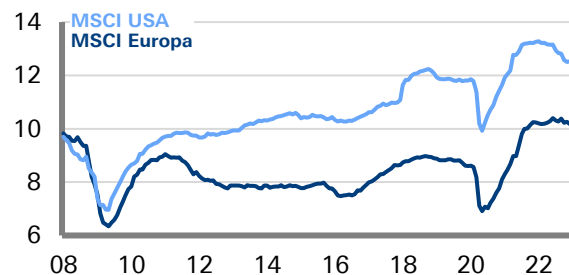
... die Unternehmensgewinne dürften (leider) folgen

Es gibt allerdings einen Haken: Die wieder deutlich gesunkene Aktienmarktbeurteilung resultiert auch aus erstaunlich hohen Unternehmensgewinnen. Durch die Coronapandemie verschob sich die gesamtwirtschaftli-

che Nachfrage in Richtung langlebiger Wirtschaftsgüter, deren Angebot – unter anderem aufgrund von Lieferengpässen – jedoch nicht Schritt halten konnte. Die Folge: eine hohe Preissetzungsmacht der Unternehmen, verbunden mit steigenden Margen und Rekordgewinnen (siehe Grafik).

Die Gewinnmargen sind auf Rekordniveaus gestiegen, dürften in diesem Jahr aber wieder sinken

Netto-Gewinnmarge in %



* Auf Basis der erwarteten Margen der nächsten zwölf Monate
Quellen: FactSet, Metzler; Stand: 31. Dezember 2022

Angesichts der trüben Konjunkturaussichten für dieses Jahr (siehe Konjunkturausblick oben) rechnen wir damit, dass sich die Margen wieder normalisieren und die Gewinne im Vergleich zum Vorjahr sinken werden. Konkret erwarten wir für 2023 einen Gewinnrückgang pro Aktie von 5 % in Europa und 2 % in den USA, womit wir die Lage etwas pessimistischer einschätzen als der Durchschnitt der Marktteilnehmer. Das heißt, an der Börse könnte in den kommenden Monaten die Freude über wieder sinkende Teuerungsraten und das Ende der Leitzinserhöhungen bald den Sorgen über sinkende Unternehmensgewinne weichen.

Wir bleiben daher bis auf Weiteres unserer ausgewogenen Positionierung im Portfolio treu und setzen insbesondere auf Qualitätsunternehmen, die konjunkturelle Durststrecken gut überstehen können. Dazu zählen zum Beispiel Unternehmen mit hoher Ertrags- und Bilanzqualität, einem funktionierenden Geschäftsmodell sowie einer angemessenen Bewertung. Sollte sich unser Konjunkturbild im Jahresverlauf wieder aufhellen, planen wir die Aktienquote von aktuell etwa 80 % des maximalen Anlagebetrags in Aktien wieder sukzessive zu erhöhen und darüber hinaus das Portfolio wieder etwas offensiver aufzustellen.

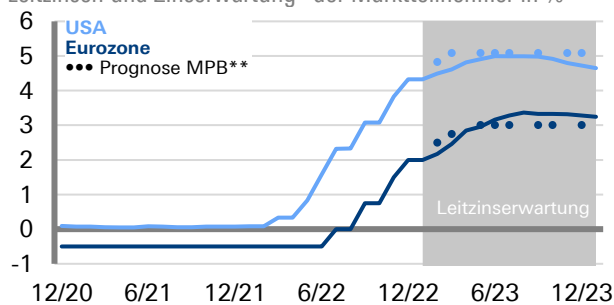
kapitalmarktkommentar

Notenbanken bremsen die Wirtschaft

Am Anleihemarkt bescherte der deutliche Anstieg der Leitzinsen vielen Investoren im vergangenen Jahr ein historisch schlechtes Anlageergebnis. Insbesondere bei Anleihen mit langen Restlaufzeiten waren die Wertverluste teilweise höher als am Aktienmarkt. Für die kommenden zwölf Monate erwarten wir, dass sich die Lage an den Bondmärkten etwas beruhigt. Ein Grund dafür sind die Inflationsraten, die mittlerweile wieder rückläufig sind. Dadurch sinkt auch der Druck auf die Notenbanken, die Leitzinsen weiter aggressiv erhöhen zu müssen. In der Eurozone erwarten wir bis Mitte dieses Jahres einen Einlagensatz von 3 % (siehe Grafik). In den USA rechnen wir mit einem Leitzins von etwa 5 %. Damit lägen die Zinsen sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks nach Ansicht der Notenbanken klar im restriktiven Bereich. Die Währungshüter versuchen demnach mit ihrer aktuellen geldpolitischen Ausrichtung die Realwirtschaft zu bremsen – und damit auch die Inflationsdynamik.

Die Leitzinsen dürften bis Mitte dieses Jahres steigen

Leitzinsen und Zinserwartung* der Marktteilnehmer in %



* Abgeleitet aus Overnight Index Swaps

** Metzler Private Banking

Quellen: FactSet, Metzler; Stand: Januar 2023

Anleihemarkt signalisiert Rezession

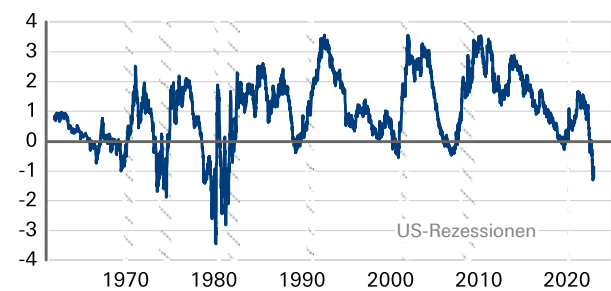
Viele Marktteilnehmer hoffen aktuell noch auf ein so genanntes „Soft Landing“ – also darauf, dass die restriktive Geldpolitik der Notenbanken die Wirtschaft zwar bremst, jedoch nicht in eine Rezession führt. Die zuletzt wieder etwas besser als erwarteten Konjunkturindikatoren scheinen diese These zu stützen.

An dieser Stelle ist jedoch Vorsicht geboten: Wie oben bereits beschrieben wirken geldpolitische Entscheidungen mit deutlicher Verzögerung auf die Realwirtschaft. Und der aktuelle Zinserhöhungszyklus ist noch nicht einmal ein Jahr alt. Die US-Notenbank begann im März des vergangenen Jahres damit, die Leitzinsen anzuhähen. Die Europäische Zentralbank wagte erst im August 2022 den ersten Zinsschritt. Aus unserer Sicht ist es also noch zu früh, den Abgesang auf die Rezession anzustimmen. Letzteres gilt insbesondere mit Blick auf die US-Zinsstrukturkurve, die bereits seit einigen Monaten

invers ist (siehe Grafik). Das heißt, die Renditen von Anleihen mit langen Laufzeiten liegen niedriger als die mit kurzen Laufzeiten. Diese ungewöhnliche Konstellation trat in der Vergangenheit ausschließlich im Vorfeld einer Rezession auf. Damit ist eine inverse Zinsstrukturkurve einer der treffsichersten Frühindikatoren im Hinblick auf eine zu erwartende Rezession.

Die US-Zinsstrukturkurve signalisiert Rezession

Rendite zehn- minus einjähriger US-Staatsanleihen in %-Pkt.



* Auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate

Quellen: FactSet, Metzler; Stand: Januar 2023

Fazit: Es könnte nochmal ungemütlich werden

Insgesamt ergibt sich für dieses Jahr am Kapitalmarkt ein durchwachsenes Bild: Die Börsen laufen Gefahr, in den kommenden Monaten durch eine Vielzahl an Risiken belastet zu werden (Inflation, restriktive Notenbanken, Rezession, sinkende Unternehmensgewinne etc.). Demnach ist damit zu rechnen, dass auch die Schwankungsanfälligkeit am Aktienmarkt wieder zunimmt. Viel entscheidender ist aber: Durch die Neubewertung des Aktien- und Anleihemarktes im vergangenen Jahr sind die langfristigen Ertragspotenziale wieder spürbar gestiegen. So ist zum Beispiel die laufende Rendite eines gemischten Portfolios so hoch wie seit Jahren nicht mehr (siehe Grafik). Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont können kurzzeitigen Turbulenzen an der Börse daher gelassen entgegensehen.

Laufende Rendite so hoch wie lange nicht mehr

Laufende Rendite (Dividenden- und Anleiherendite) eines fiktiven 60/40-Portfolios in %*



* Portfolio bestehend aus jeweils 30 % MSCI Europa und USA und jeweils 10 % aus ICE Bofa US Treasury, Pan-Europe Government, Euro und US Corporates
Quellen: FactSet, Metzler; Stand: Dezember 2022

kapitalmarktkommentar

Autoren



Carolin Schulze Palstring
Leiterin Kapitalmarktanalyse



Michael Mayer
Kapitalmarktanalyst

Disclaimer

Dieses unverbindliche Dokument beruht auf allgemein zugänglichen Informationen, welche die B. Metzler seel. Sohn & Co. AG (Metzler) grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Metzler hat die Informationen jedoch nicht auf Richtigkeit und Vollständigkeit überprüft und gibt hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen keinerlei Gewährleistungen oder Zusicherungen ab. Etwaige unrichtige oder unvollständige Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen begründen keine Haftung von Metzler, ihrer Anteilseigner sowie Angestellten für Schäden und sonstige Nachteile jedweder Art, die aus der Verteilung oder Verwendung dieses Dokuments entstehen oder damit im Zusammenhang stehen. Dieses Dokument dient lediglich der Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Anlageinstrumenten dar. **Dieses Dokument genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen nach § 85 WpHG in Verbindung mit § 20 Abs. 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), auf die Artikel 4 und 6 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission vom 9. März 2016 zur Ergänzung der Marktmissbrauchsverordnung Anwendung finden.** Dieses Dokument ist auch nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse der Empfänger ausgerichtet und stellt keine individuelle Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung und Veröffentlichung dieses Dokuments wird Metzler nicht als Anlageberater oder Portfolioverwalter tätig. Die Empfänger sollten ihre eigenständigen Anlageentscheidungen auf der Grundlage unabhängiger Verfahren und Analysen, unter Heranziehung von Verkaufs- oder sonstigen Prospekten, Informationsmemoranden und anderen Anlegerinformationen sowie wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters gemäß ihrer spezifischen Finanzsituation und ihren Anlagezielen treffen. Die Empfänger müssen bedenken, dass Performancedaten der Vergangenheit nicht als Indikation für die zukünftige Performance angesehen werden können und daher nicht als Entscheidungsgrundlage für Investitionen in Finanzinstrumente herangezogen werden sollten. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen geben die unabhängige Meinung des Verfassers über die in diesem Dokument behandelten Finanzinstrumente oder Emittenten zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung wieder und decken sich nicht notwendigerweise mit der Meinung von Metzler, des Emittenten oder Dritter. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen verändern. Metzler ist nicht verpflichtet, dieses Dokument abzuändern, zu ergänzen oder auf den neuesten Stand zu bringen oder die Empfänger in anderer Weise darüber zu informieren, wenn sich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen und Prognosen verändern oder später als falsch, unvollständig oder irreführend erwiesen haben sollten. Soweit dieses Dokument Modellrechnungen enthält, handelt es sich um beispielhafte Berechnungen möglicher Entwicklungen, die auf verschiedenen Annahmen (zum Beispiel Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Entwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Entwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden. Die Empfänger sollten davon ausgehen, dass (a) Metzler berechtigt ist, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand von Researchpublikationen sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung einer Researchpublikation beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Metzler sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise

kapitalmarktkommentar

Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder anderen Investitionsobjekten halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken bereitgestellt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt oder an andere Personen weitergeben oder sonst veröffentlicht werden. Eine sonstige Veröffentlichung der Inhalte in Print- und sonstigen Medien ist nur im presseüblichen Umfang zulässig. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen Medien, verbleiben bei Metzler. Soweit Metzler Hyperlinks zu Internetseiten von in ihren Researchpublikationen genannten Unternehmen angibt, bedeutet dies nicht, dass Metzler Daten auf den verlinkten Seiten oder Daten, auf welche von diesen Seiten aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Metzler übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und/oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten. Dieses Dokument unterliegt dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Der Gerichtsstand für etwaige Streitigkeiten ist Frankfurt am Main, Deutschland. Mit Entgegennahme dieses Dokuments erklärt sich der Empfänger mit den vorangehenden Bestimmungen einverstanden. Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.