

DZ BANK  
Die Initiativbank

Friedrich

Research. Trends. Analysen.

#4

Dezember 2018

# Preiswende in Sicht?

Deutschlands Immobilienmarkt läuft auf Hochtouren

# Inhalt

AUSGABE #4 / DEZEMBER 2018



## IM FOKUS

### Preiswende in Sicht?

Deutschlands Wohnungsmarkt läuft auf Hochtouren

**Seite 5**

---



## MARKTPERSPEKTIVE

### Abgebremst

Die Konjunktur verliert an Fahrt und für  
Aktien wird es holpriger

**Seite 9**

---



## ANLAGESTRATEGIE

### Fest verankert

Immobilienaktien sind in deutschen Aktienindizes  
etablierter denn je

**Seite 13**

---

Wie geht die  
Immobilienbranche  
mit den  
gegenwärtigen  
Herausforderungen  
um?

## EMITTENTEN-INTERVIEW

Mit Olaf Borkers, Finanzvorstand der Deutsche EuroShop AG

**Seite 16**

---

**B<sup>3</sup>**

## DZ BANK BLOG

Bestes aus Bielmeiers Blog

**Seite 18**

---



**RESEARCH-SPEZIALTHEMA**

**Auf in die Echtzeit**

5G ist der Schlüssel für die vernetzte Welt

**Seite 22**

---



**MISCHPULT**

**Musterportfolio**

**Seite 26**

---



**WUSSTEN SIE SCHON?**

**Punktuell wie ein Skalpell**

Der Versuch, eine Immobilienblase zu verhindern, ohne die Wirtschaft abzuwürgen

**Seite 31**

---



**WAS IST EIGENTLICH**

**ein offener Immobilienfonds?**

Und inwieweit lohnt er sich für Anleger?

**Seite 34**

---



**THINK-TANK**

**Vorsicht Ansteckungsgefahr**

Sind die Emerging Markets heute fitter als vor 20 Jahren?

**Seite 37**

---



**GLOSSE**

**So sind Menschen nun mal**

Diogenes und die Wohnraum-Logik

**Seite 40**

---

**IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE**

**Seite 42**

---

# Der Wohntraum lebt

## EDITORIAL

Stefan Bielmeier

Liebe Leserin, lieber Leser,

gerade einmal die Hälfte aller Deutschen wohnt in den eigenen vier Wänden. Das ist im europäischen Vergleich eine der niedrigsten Quoten. Im Nachbarland Frankreich leben fast zwei Drittel der Bevölkerung in der eigenen Immobilie, in Spanien liegt die Selbstnutzerquote sogar bei fast drei Vierteln.

Doch die Deutschen sind keine leidenschaftlichen Mieter, der Anteil der Eigentümer steigt seit Jahren kontinuierlich an. Dafür sorgt schon die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank. Kredite sind günstig wie nie, und für den Spargroschen auf dem Konto werden keine Zinsen mehr gezahlt. Da fällt die Investition in die eigenen vier Wände schon leichter. Angesichts stark schwankender Aktienmärkte gewinnen Immobilien auch als Anlageklasse an Attraktivität.

Bereits seit einigen Jahren lässt das vielfach neu erwachte Interesse an Immobilien die Nachfrage nach Wohnungen und Einfamilienhäusern bundesweit ansteigen. Dem steht ein nur behäbig wachsendes Angebot gegenüber. Diese Konstellation sorgt für kräftigen Auftrieb bei den Preisen. In unserem ersten Beitrag „Im Fokus“ widmen wir uns dem Phänomen der steigenden Immobilienpreise und fragen, ob die Angst vor der viel zitierten „Immobilienblase“ berechtigt ist.

Vier weitere Beiträge der letzten Friedrich-Ausgabe für dieses Jahr widmen sich dem Thema Immobilienmarkt. Sie analysieren, was aus Anlegersicht besonders zu beachten ist. So kurz vor Jahresende möchten wir allerdings auch nicht versäumen, Ihnen in der „Marktperspektive“ unseren Ausblick auf die Kapitalmarktentwicklung 2019 zu präsentieren. Unser „Research-Spezialthema“ beleuchtet dieses Mal die „5G-Technologie“, die nicht nur den Mobilfunk in den kommenden Jahren revolutionieren wird.

Liebe Leserinnen und Leser, bei aller Diskussion um Immobilien und ihre Preise merken wir vor allem in der kalten Jahreszeit, wie wichtig ein Rückzugsort ist, an dem man sich wohlfühlt. Ob man zur Miete wohnt oder das Zuhause sein Eigen nennen kann, spielt dabei eigentlich keine Rolle. In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine gemütliche Lektüre.

Ihr Stefan Bielmeier  
Chefvolkswirt



## IM FOKUS

Thorsten Lange

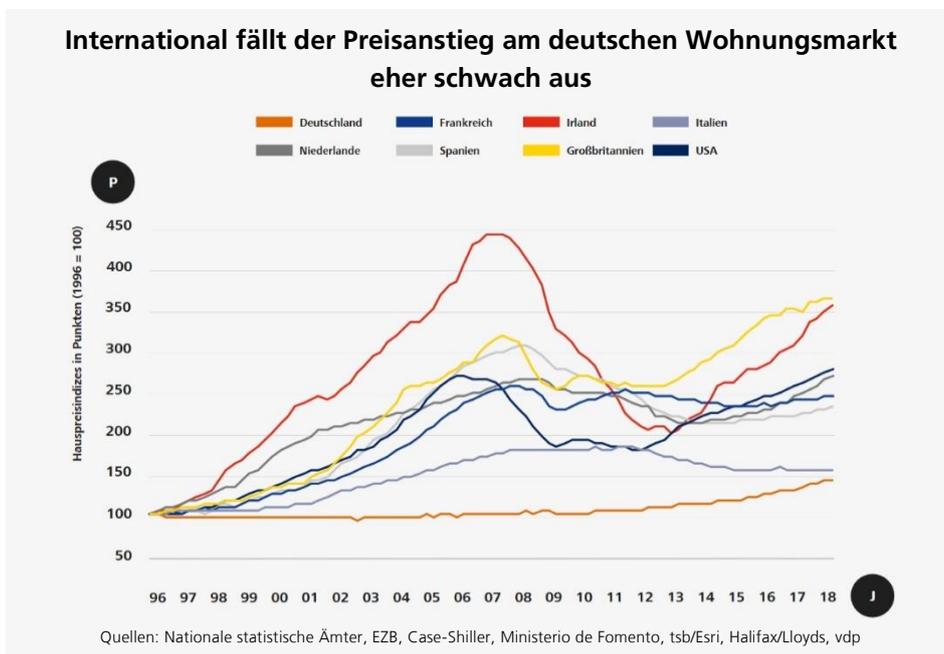
**98%, 111%, 116% – binnen zehn Jahren sind die Preise für Neubauwohnungen in Berlin, Frankfurt und München rasant gestiegen. In der Bundeshauptstadt müssen Käufer pro Quadratmeter Wohnfläche mittlerweile über 5.000 Euro zahlen. Aber es geht auch noch teurer.**

Etwa 1.000 Euro mehr sind am Finanzplatz Frankfurt fällig. Und in München, Deutschlands teuerster Stadt, liegt der Quadratmeterpreis bei über 8.000 Euro. Kein Wunder, dass die Klagen über unerschwingliche Wohnungen in den Ballungsräumen wie in den Groß- und Universitätsstädten zunehmen. Zahlreicher werden aber auch die Warnungen vor einer Blase am Immobilienmarkt. Schließlich haben die geplatzen Immobilienräume in den Vereinigten Staaten, Spanien und Irland schwere Schäden für die Konjunktur und das Finanzsystem hervorgerufen. Wer kurz vor dem Platzen der Blase eine Immobilie erworben hatte, erlitt besonders schwere Verluste. Ist auf dem deutschen Immobilienmarkt also Vorsicht geboten?

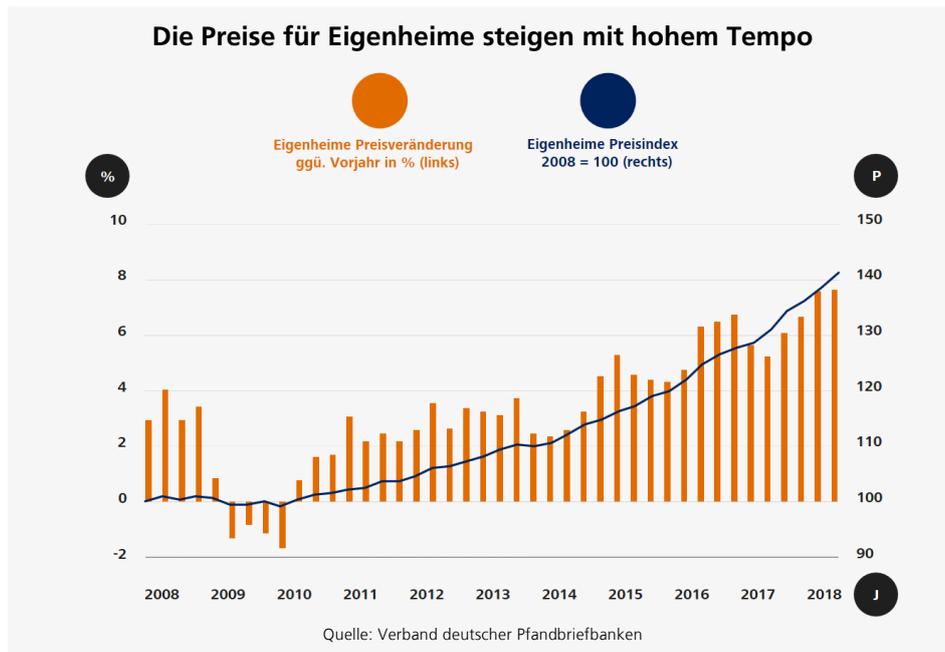


**Das gute wirtschaftliche Umfeld, günstige Kredite und Investoren treiben die Preise in die Höhe**

Auch wenn verdoppelte Kaufpreise innerhalb einer Dekade darauf hindeuten könnten: Eine Immobilienblase hat sich in Deutschland noch nicht gebildet. Dagegen spricht der landesweit eher moderate Preisanstieg. Eigenheime haben sich in zehn Jahren durchschnittlich um gut 40% verteuert. Ländliche Regionen dämpfen den kräftigen Preisanstieg der Städte. In den Staaten, in denen sich in der Vergangenheit Immobilienblasen aufgepumpt haben, wuchsen die Preise weitaus stärker. In den zehn Jahren vor der Marktkorrektur haben die Hauspreise in den Vereinigten Staaten um 170%, in Spanien um 190% und in Irland um 290% zugelegt. Typisch für eine Immobilienblase sind zudem viele spekulativ agierende Käufer, die ohne fundamentale Grundlage von weiter steigenden Preise ausgehen. Außerdem gehen mit einer Immobilienblase meist ein Bauboom und ein starker Anstieg der privaten Verschuldung einher. All das traf auf die drei genannten Länder zu.



Auch in Deutschland ist mit dem Immobilienkauf regelmäßig die Hoffnung auf einen mit der Zeit steigenden Immobilienwert verbunden. Aber das ist meist nicht das ausschlaggebende Kaufmotiv. Vielmehr hat die gute Lage auf dem Arbeitsmarkt mit einer seit Jahrzehnten nicht gekannt niedrigen Arbeitslosenquote die finanzielle Situation vieler Haushalte verbessert und die Zuversicht für die eigene Perspektive gestärkt. Die Nachfrage profitiert aber auch von den niedrigen Zinsen, die den finanziellen Spielraum der Kaufinteressenten erweitert haben. Zudem hat das Zinstief bei vielen Anlegern aus dem In- und Ausland das Interesse am Immobilienmarkt geweckt. Sie erhoffen sich eine solide Geldanlage und eine nicht ganz so mager Rendite wie am Kapitalmarkt. Nicht zuletzt sind die steigenden Preise auch eine Folge des Urbanisierungstrends, der gerade in den Ballungsräumen für eine hohe Wohnungsnachfrage sorgt. So wuchs die Einwohnerzahl der sieben größten deutschen Städte – Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln und München – in nur zehn Jahren um etwa eine Million Menschen. Dagegen ist das Wohnungsangebot knapp, weil lange Zeit zu wenig gebaut wurde.

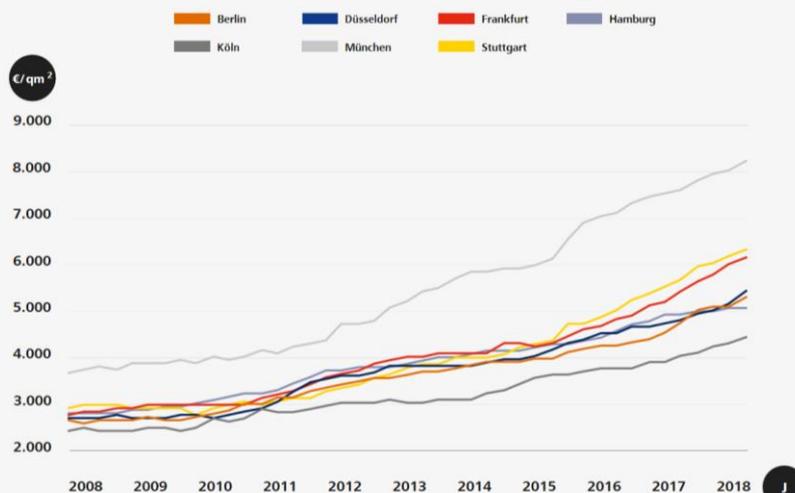


Doch nicht nur in den Metropolen steigt die Einwohnerzahl. Auch deutschlandweit wächst die Bevölkerung seit einigen Jahren durch Zuwanderung. Gesteigert wird der Wohnungsbedarf durch die Binnenwanderung vom ländlichen Raum in die Städte. Hier wird zusätzlicher Wohnraum benötigt, während der Leerstand in vielen Dörfern zunimmt. Der auf 400.000 Fertigstellungen im Jahr taxierte Wohnungsbedarf liegt damit weit höher als die 285.000 neuen Wohnungen, die im vergangenen Jahr gebaut wurden. Viel mehr dürfte erst einmal aber kaum erreichbar sein: Neben fehlenden Bauflächen, langwierigen Genehmigungsprozessen und Anwohnerprotesten bei Neubauprojekten wird die hochgradig ausgelastete Bauwirtschaft mehr und mehr zum Flaschenhals. Damit wird das ausgedünnte Wohnungsangebot weiterhin im Zentrum der angespannten Lage auf dem Wohnungsmarkt stehen, sodass steigende Mieten und Preise ein Politikum bleiben werden. Aus unserer Sicht nahezu wirkungslos sind die von der Bundesregierung angestoßenen Maßnahmen wie Mietpreisbremse, Sonder-Abschreibungen oder Baukindergeld, weil sie den Wohnungsmangel – schlichtweg – nicht beheben. Eher besteht die Gefahr, dass die erweiterte Mietregulierung Investoren verunsichert und die Fördermittel Grundstücks- und Wohnungspreise weiter nach oben treiben.

### Überbewertungen ja, generelle Preisblase nein

Auch wenn sich in Deutschland keine Immobilienblase gebildet hat, Preisübertreibungen lassen sich in einer wachsenden Zahl von Städten sehr wohl beobachten. Zudem hat der landesweite Preisanstieg für Wohneigentum mit zuletzt über 8% jährlich ein hohes Niveau erreicht. Nach Abzug der Inflationsrate verbleibt ein realer Preisanstieg von über 5%, der in immer mehr Städten hohe Bewertungsrelationen hervorruft. Gerade in den teuren Städten sind die Kaufpreise den Mieten weit davongeeilt. Anleger müssen hier für Neubauwohnungen rund fünf Jahresmieten mehr als noch vor zehn Jahren veranschlagen. In den sieben größten deutschen Städten reichen die Kaufpreise im Durchschnitt von 30 Jahresmieten in Köln bis zu 36 Jahresmieten in München. Entsprechend sind die erzielbaren Mietrenditen gesunken. Nach Erwerbsnebenkosten und laufenden Aufwendungen lassen sich in den sieben Städten kaum mehr als 2% realisieren. Andernorts ist es nicht viel besser: Der Kreis der Städte mit Neubaumietrenditen von mehr als 3% ist überschaubar.

### Preisrally – steigende Kaufpreise für Eigentumswohnungen bei Erstbezug



Quelle: bulwiengesa

Mit steigenden Immobilienbewertungen wächst das Korrekturrisiko – auch ohne Immobilienblase. Wahrscheinlicher als ein kräftiger Preisrückgang ist jedoch ein verlangsamter Preisanstieg, selbst bei einer weiterhin stabilen wirtschaftlichen Lage. Zum einen verschlechtern die steigenden Preise die Erschwinglichkeit von Immobilien. Zum anderen dürfte in absehbarer Zeit von steigenden Zinsen eine zusätzliche Belastung ausgehen. Selbst ein Anstieg auf im Rückblick moderate 3% reduziert spürbar den Kreditbetrag, den sich ein Haushalt leisten kann. Bis sich Ende nächsten Jahres die erste Zinsanhebung der Europäischen Zentralbank abzeichnet, dürften die Zinsen aber niedrig bleiben. Positiv ist für Anleger, dass das knappe Wohnungsangebot eine gute Vermietbarkeit und ein niedriges Leerstandsrisiko bewirkt. Es ermöglicht außerdem Mietsteigerungen, die die Mietrendite nachträglich verbessern können. Sicher ist das aber nicht, denn das hohe Mietniveau und zukünftige Regulierungseingriffe können die Mietentwicklung dämpfen.

#### Fazit: Noch spielt die Musik

Die Preise werden noch einige Quartale dynamisch zulegen, könnten aber bereits 2019 auf den Gipfel zusteuern. Ein Preissturz am Gesamtmarkt zeichnet sich nicht ab. Gegen eine Immobilienkrise sprechen die gute Lage auf dem Arbeitsmarkt, die zumeist solide finanzierten Immobilien und das knappe Immobilienangebot. Anfälliger für Preisrückgänge sind die Städte mit besonders hohen Bewertungsrelationen.

Der bereits realisierte Preisanstieg macht ein Immobilienengagement heute zu einer größeren Herausforderung. Preiszuwächse sind keineswegs sicher und Preisrückgänge durchaus möglich. Und „Schnäppchen“ sind nach dem mehrere Jahre währenden Zinstief selten geworden. Es gibt zwar zuhauf Häuser und Wohnungen zu günstigen Preisen, oft jedoch erkaufte mit Standortschwächen. Ein niedriger Einstiegspreis mindert das Korrekturrisiko, kann aber etwa bei einer ungünstigen demografischen Entwicklung mit einer allmählichen Werterosion einhergehen. In den teuren Städten wie Frankfurt oder München ist eher das Gegenteil der Fall. Bei einer nachlassenden Nachfrage auf dem Wohnungsmarkt könnten die hohen Preise hier nachgeben. Auf lange Sicht sprechen die günstigen wirtschaftlichen und demografischen Aussichten aber für eine solidere Wertentwicklung. Deshalb sollten Anleger mit Blick auf die Dauer eines Immobilienengagements langfristigen Standortperspektiven eine hohe Beachtung beimessen.



## MARKTPERSPEKTIVE

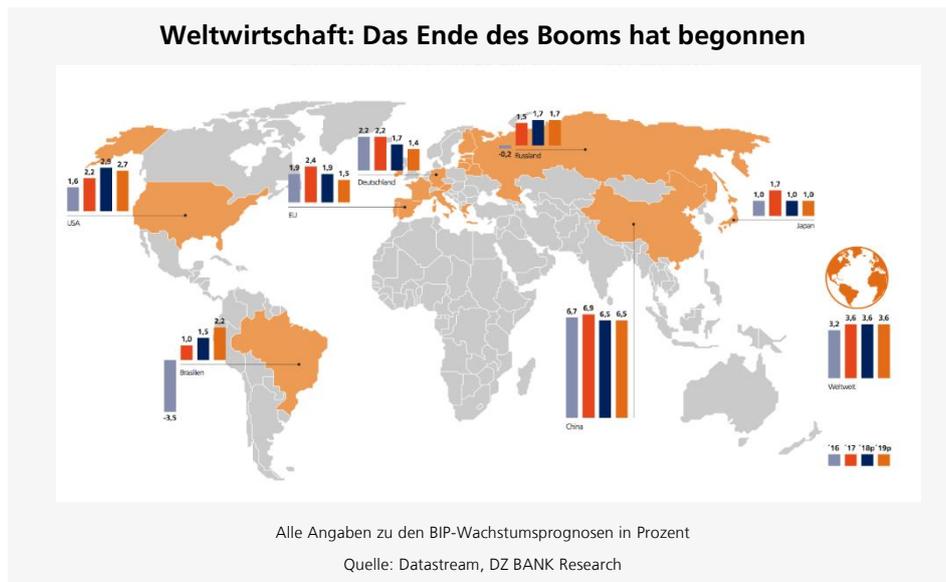
Michael Kopmann

**Geopolitische Unsicherheiten dämpfen das Wachstum der globalen Wirtschaft. Insbesondere der Handelskonflikt zwischen den USA und China trübt die Investitionsfreude – inzwischen auch bei Unternehmen in Deutschland. Dementsprechend geht die hiesige Wirtschaft mit spürbar geringerer Dynamik in das zehnte Wachstumsjahr in Folge.**

Ungemach droht der Wirtschaft auch durch die zunehmenden Spannungen innerhalb Europas, unter anderem durch Uneinigigkeiten in der Haushaltspolitik sowie durch den bevorstehenden Brexit. Die EZB setzt vor diesem Hintergrund ihren zögerlichen geldpolitischen Kurs fort. Eine Anhebung des Einlagezinses ist daher erst im Herbst 2019 zu erwarten. Auch danach bleibt die Geldpolitik sehr expansiv. Die Aktienmärkte werden in diesem Umfeld kräftig schwanken, jedoch im Jahresverlauf Zuwächse verzeichnen. Der DAX steigt bis Ende 2019 auf 12.000, der Euro Stoxx 50 auf 3.400 Punkte.

### Geopolitische Bremse

Die Weltwirtschaft wird nach unserer Einschätzung im Jahr 2019 stabil um 3,6% wachsen. Zum Jahresauftakt 2018 haben – nach der kräftigen Dynamik im vergangenen Jahr – eine ganze Reihe von geopolitischen Unsicherheiten die Weltkonjunktur gebremst, allen voran die von der US-Regierung ausgehenden internationalen Handelskonflikte. Während derzeit vor allem der Warenverkehr mit China im Fokus steht, dürfte 2019 auch der transatlantische Freihandel ins Visier des US-Präsidenten geraten. Unterdessen läuft die Binnenkonjunktur der USA auf Hochtouren und wird durch den finanzpolitischen Stimulus der Steuerreform noch zusätzlich befeuert. Dies und die schrittweise Erhöhung der US-amerikanischen Leitzinsen führen zu Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern, was den USA nützt, jedoch für die wirtschaftliche Entwicklung der Schwellenländer ein Risiko darstellt. Besonders in hoch verschuldeten Ländern wie der Türkei und Argentinien kam es bereits zu Währungskrisen.



### Deutschland geht 2019 ins zehnte Aufschwungsjahr

Wir erwarten jedoch nicht, dass es im kommenden Jahr zu tatsächlichen Begrenzungen für den Freihandel kommt. Letztlich sollte sich nach allen verbalen Scharmützeln die Erkenntnis durchsetzen, dass bei Handelskonflikten alle Seiten am Ende als Verlierer dastehen. Zwar werden die Unternehmen verunsichert, doch faktische Handelsbeschränkungen werden die Ausnahme bleiben. Unter dieser Voraussetzung erwarten wir eine etwas verlangsamte, aber doch weiter steigende Nachfrage nach deutschen Exportgütern. Die Wachstumsraten dürften bei den Ausfuhren 2019 ähnlich wie 2018 bei rund 3% liegen. Die Importe dürften aufgrund der stabilen Binnenkonjunktur mit einer Wachstumsrate von rund 4,5% etwas stärker zulegen. Im Ergebnis wird der häufig kritisierte deutsche Außenhandelsüberschuss demnach leicht zurückgehen.

Das Bruttoinlandsprodukt der Bundesrepublik wird derweil im Jahr 2019 weiter zulegen, jedoch mit einem gegenüber dem laufenden Jahr gebremsten Tempo. Insgesamt erwarten wir für das Gesamtjahr 2018 ein Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von 1,6%. In den beiden Folgejahren dürften es je 1,4% sein. Die deutsche Wirtschaft ist in einen langsamen Sinkflug übergegangen, aber die harte Landung bleibt aus.

### EZB setzt ihren geldpolitischen Kurs fort, hinkt aber der FED hinterher

Trotz der zahlreichen Spannungsfelder – Brexit, Budgetstreit in Italien, US-Handelskonflikt – betrachten die EZB-Währungshüter die Risiken für den Konjunkturausblick nach wie vor als ausgeglichen – und behalten ihren Kurs der sehr vorsichtigen geldpolitischen Straffung bei. Gegenwärtig gehen wir davon aus, dass die Notenbank zum Ende des Jahres die Anleihekäufe (netto neu) beenden wird. Erst mit Blick in Richtung Herbst 2019 deuten die Markterwartungen auf einen moderaten Anstieg des Einlagesatzes hin. Ein erster „richtiger“ Zinsschritt ist erst zum Ende des Jahres 2019 mit einer Erhöhung des Leitzinses von 0% auf 0,25% absehbar.

**Der kontrollierte Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik läuft weiter, aber die EZB hinkt der FED 4 bis 5 Jahre hinterher.**



Quelle: DZ BANK Research

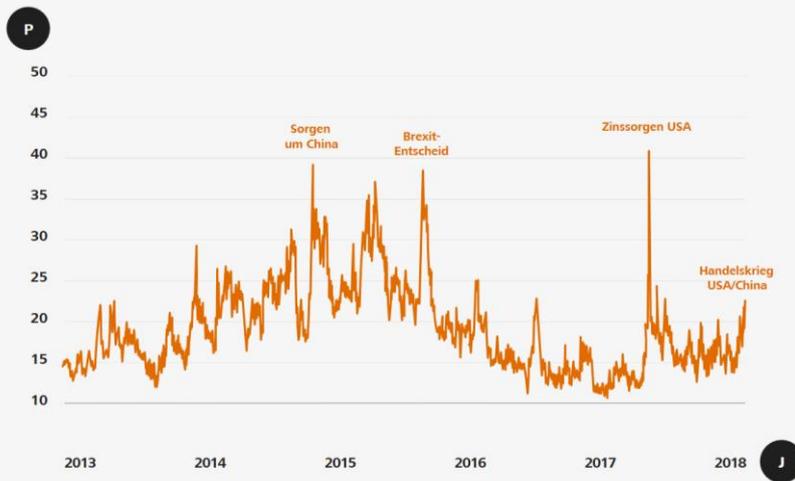
Wir erwarten, dass die EZB-Geldpolitik auch nach dem Ende des Anleihekaufprogramms und ersten Leitzinserhöhungen Ende 2019 sehr expansiv bleibt. Damit halten auch die negativen Folgewirkungen in Bankbilanzen und auf Sparkonten an. Als problematisch könnte sich erweisen, dass die EZB der US-Notenbank FED in ihrem Ausstiegskurs hinterherhinkt. Diese Unwucht könnte Spannungen und Schwankungen auf den Devisenmärkten auslösen.



### Aktienmärkte auf holprigem Aufwärtspfad

Der Handelskonflikt zwischen den USA und China, Schwächen in Brasilien, Argentinien und der Türkei, dazu die Unsicherheiten rund um den Brexit und der Haushaltsstreit zwischen Italien und der EU: Für die zyklischen DAX-Unternehmen haben diese Faktoren im zweiten Halbjahr zu Gewinnwarnungen am Fließband geführt. Ergänzt wurde dieser belastende Cocktail durch strukturelle Herausforderungen in der deutschen Automobilindustrie sowie durch Probleme bei einzelnen Unternehmen. Zwar läuft das Binnengeschäft in Deutschland dank hoher Kauffreude der Bürger und Staatsausgaben gut, die Belastungen im Außenhandel schlagen im DAX wegen der hohen Exportquote von über 70% jedoch durch. Nach Beendigung der Berichtssaison zum dritten Quartal zeigt sich, dass im laufenden Jahr die DAX-Gewinne bisher um 6% geschrumpft sind. Es ist mit Blick auf die Frühindikatoren wahrscheinlich, dass der Geschäftsverlauf im Schlussquartal nicht besser geworden ist, sodass der DAX dieses Jahr zu Recht (und zum ersten Mal seit 2011) mit einem deutlichen Kursminus abschließen dürfte.

### Hohe politische Unsicherheit und nahes Ende des Aktienbooms sorgen für Schwankungen



Kann 2019 wieder ein besseres Jahr werden? Das Sentiment am Aktienmarkt ist derzeit übertrieben negativ. Wir gehen auch davon aus, dass sich die Intensität, mit der einzelne DAX-Unternehmen in diesem Jahr zu kämpfen hatten, nicht wiederholen wird. Eine kurzfristige Basiserholung erscheint realistisch. Allerdings dürften sich die meisten der genannten politischen Probleme nicht ad hoc lösen lassen, sodass die DAX-Unternehmen auch 2019 in einem herausfordernden Umfeld agieren müssen. Erschwerend kommt hinzu, dass die Zinsen in den USA gestiegen sind und damit hoch verschuldete Unternehmen zunehmend in Schwierigkeiten kommen könnten. Ein Ende des Aktienaufschwungs steht noch nicht bevor, weil die Wirtschaftsleistung der großen Länder steigen sollte. Für den deutschen Leitindex erwarten wir per Jahresende 2019 einen Anstieg auf 12.000 Punkte, im Falle des Euro Stoxx 50 sollten es 3.400 Punkte werden. Diesen Prognosen liegt ein erwartetes Gewinnwachstum für 2019 zwischen 0% und 5% bei den DAX-Unternehmen und rund 5% bei den defensiveren Euro-Stoxx-50-Gesellschaften zugrunde – eine deutlich defensivere Einschätzung als derzeit vom Konsens (plus 12%) formuliert. Einen Rückgang der Unternehmensgewinne, wie es beim DAX in diesem Jahr zu beobachten war, erwarten wir 2019 aber nicht.



#### ANLAGESTRATEGIE

Karsten Oblinger

**Ein Blick auf die Eigentümerstrukturen zeigt: Internationale institutionelle Investoren sind immer noch deutlich überproportional in Immobilienaktien engagiert. Doch auch für Privatanleger stellen die Papiere eine interessante Anlagealternative zu Direktanlagen oder Immobilienfonds dar (siehe hierzu auch die Rubrik „Was ist eigentlich ein Immobilienfonds?“).**

Was sind die Argumente für Immobilienpapiere? Wir sehen Vorteile in der hohen Skalierbarkeit des Investments (kleine Stückelung und damit kleine Investitionsbeträge möglich), den niedrigen Transaktionskosten sowie einer hohen Risikostreuung („Risikodiversifikation“). Dazu ist eine hohe Liquidität durch den täglichen Börsenhandel gegeben. Um Immobilien als Kapitalanlage zu nutzen, muss man also nicht unbedingt in das eigene Heim investieren.

#### Als Außenseiter gestartet

Bis zur Jahrtausendwende führten Immobilienaktien hierzulande eher ein Nischendasein mit wenigen investierbaren Titeln. Dann, ab den mittleren 2000er-Jahren, erlebte die Branche einen ersten Boom – jäh beendet durch die internationale Finanzkrise. Die Börsen stellten damals die Refinanzierungsfähigkeit dieses kapitalintensiven Sektors entschieden infrage. Die Folge waren herbe Kurseinbrüche innerhalb kurzer Zeit. Nach der Rettung des Banken- und Immobilienfinanzsektors erholte sich das Marktsegment zügig. Die Ultraniedrigzinspolitik der EZB tat ihr Übriges und setzte einen bis dato noch nie dagewesenen Aufschwung in Gang. So steigen seit etwa 2011 die Immobilienpreise in Deutschland unaufhaltsam an und haben sich in den vergangenen drei Jahren sogar noch deutlich beschleunigt. Hiervon konnten die Immobilienaktien in hohem Maße profitieren. Mehr noch: Teilweise haben sie ihre Börsenbewertungen sogar vervielfacht. Damit hat das Segment der Immobilienaktien die Nische ein für alle Mal verlassen und gehört insbesondere im MDAX inzwischen zu den wichtigsten Subsektoren.

## **Bestandshalter dominieren in Deutschland**

Im Immobiliensektor sind grundsätzlich verschiedene Geschäftsmodelle und Anlageschwerpunkte zu identifizieren. Sie unterscheiden sich teils deutlich in Bezug auf Kapitalintensität, Zyklizität und Risiko des Geschäftsmodells. Die meisten in Deutschland notierten Gesellschaften agieren primär als Bestandshalter- und Bewirtschafter eigener Immobilienbestände. Zusätzliche Betätigungsfelder sind das Asset-Management (Vermögensverwaltung), das Fondsgeschäft, die Immobilienentwicklung („Development“) und der Immobilienhandel.

Hinsichtlich der Nutzungsarten unterscheidet man zwischen Wohnimmobilien („Residential Real Estate“), also rein zu Wohnzwecken, und Gewerbeimmobilien („Commercial Real Estate“). Letztere reichen von Büros über Einzel- und Großhandelsimmobilien bis hin zu Logistikzentren. Im internationalen Vergleich hat das Wohnimmobiliensegment in den meisten Ländern keine nennenswerte Bedeutung. Hierzulande jedoch repräsentieren die Wohnimmobiliengesellschaften rund 72% der kumulierten Marktkapitalisierung des Sektors, die derzeit bei rund 74 Mrd. Euro liegt.

Eine Untergattung von Immobilienaktien sind REITs (Real Estate Investments Trusts) – ein in Deutschland relativ neues Konstrukt, das erst 2007 zugelassen wurde. In den USA hingegen ist diese Form schon seit den 1960er-Jahren fest etabliert. REITs sind börsennotierte Immobiliengesellschaften, die von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit sind – vorausgesetzt sie schütten 90% des Gewinns an die Anteilseigner aus. Jedoch schließt diese steuerlich begünstigte Rechtsform Wohnimmobilienunternehmen aus und hat hierzulande de facto nur eine untergeordnete Bedeutung mit weniger als 5% der kumulierten Marktkapitalisierung des Gesamtsektors.

## **Top zwei stehen für rund 50% der Marktkapitalisierung**

In den vergangenen Jahren hat es bereits eine deutliche Konsolidierungswelle mit zum Teil großen Übernahmen gegeben. Die Strategie dahinter liegt auf der Hand: Durch Fusionen und Übernahmen lassen sich Kosten senken, beispielsweise für die Verwaltung von Gebäuden und den allgemeinen Verwaltungskosten der Immobilienunternehmen. Zudem verbessern sich oft auch die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen. Im Zusammenhang der Konsolidierungswelle haben sich im Wohnimmobiliensegment in Deutschland zwei Akteure etabliert, die zusammen rund die Hälfte der gesamten Marktkapitalisierung des hiesigen Immobiliensektors repräsentieren. Dagegen liegt die Anzahl der Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 200 Mio. Euro aktuell bei rund 20.



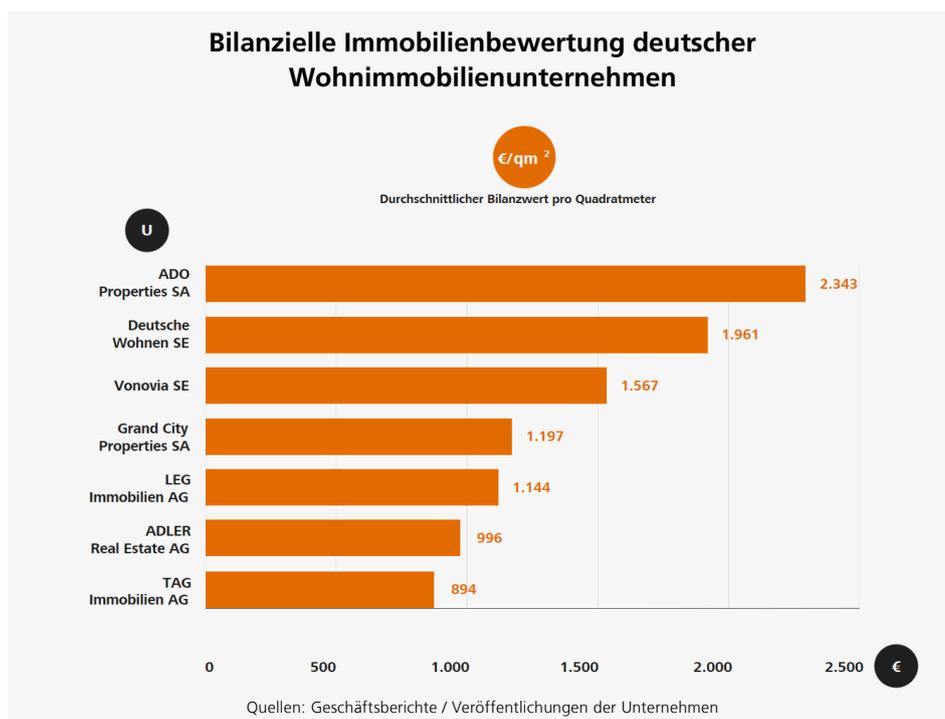
Vonovia ist bereits im DAX notiert und verfügt aktuell über eine Marktkapitalisierung von rund 22 Mrd. Euro. Die Strategie der Gesellschaft stellt insbesondere auf Größenvorteile ab und verfolgt in erster Linie das Konzept der wertsteigernden Investitionen in den Bestand (Sanierung, Modernisierung, Verdichtung). Das Portfolio umfasst aktuell rund 404.000 Einheiten, die sich vorwiegend in deutschen Ballungszentren befinden. Durch die inzwischen eingeschlagene Internationalisierungsstrategie umfasst das Portfolio mittlerweile zusätzlich Bestände in Österreich und Schweden.

Die Deutsche Wohnen gehört mit einer Marktkapitalisierung von derzeit rund 15 Mrd. Euro zu den größten MDAX-Werten. Die Gesellschaft verfügt über einen Bestand von rund 160.000 Wohneinheiten in Deutschland. Strategisch setzt sie vornehmlich auf A-Lokationen. Regional bildet der Großraum Berlin mit rund 70% des Portfolios klar den Schwerpunkt. Ein weiteres Geschäftsfeld – neben Wohnimmobilien – ist das Spezialimmobiliensegment „Pflege- und betreutes Wohnen“, das aktuell rund 6% der Immobilienwerte ausmacht.

### Positives Chancen-Risiko-Profil in volatilem Börsenumfeld

Mit weiterhin niedrigen Zinsen in Europa bleiben die Rahmenbedingungen für Immobilienaktiengesellschaften grundsätzlich gut. Insbesondere die Wohnimmobiliengesellschaften profitieren vom Megatrend Urbanisierung, sodass hier grundsätzlich mit weiterem Miet- und Ergebniswachstum gerechnet werden könnte: In den Städten liegen Neuvermietungen nämlich trotz Mietpreisbremse weiterhin deutlich über vorherigen Mieten, sodass jeder Mieterwechsel gegenwärtig zu steigenden Cashflows führt. Für das künftige Mietwachstum ist eine gewisse Verlangsamung nicht ausgeschlossen, da der Druck auf die Politik, für bezahlbaren Wohnraum Rechnung zu tragen, wächst. Auf mittlere Sicht sind auch weitere Konsolidierungsschritte in der Branche möglich.

Trotz deutlich gestiegener Kurse können Immobilienaktien in einem volatilen Marktumfeld weiterhin noch als defensiv angesehen und das Chancen-Risiko-Profil grundsätzlich positiv betrachtet werden. Ein Blick auf die ausgewiesenen bilanziellen Bewertungen von Immobilienbeständen deutscher Wohnimmobilienunternehmen zeigt: Derzeit ist noch keine Blasenbildung erkennbar. So lagen die durchschnittlichen Quadratmeterpreise der sieben börsennotierten Unternehmen zur Halbjahresbilanz 2018 zwischen rund 900 Euro und rund 2.300 Euro.



# Wie geht die Immobilienbranche mit den gegenwärtigen Herausforderungen um?

## EMITTENTEN-INTERVIEW

Olaf Borkers, Finanzvorstand der Deutsche EuroShop AG, gibt Auskunft darüber, wie sich eine mögliche Konjunkturabschwächung und Zinserhöhungen auf die Immobilienbranche auswirken könnte. Ist der Online-Handel eine Bedrohung für den stationären Handel?

Deutsche EuroShop AG ist eine Immobiliengesellschaft, die sich ausschließlich auf Investments in Einkaufszentren in Deutschland und dem umliegenden EU-Ausland konzentriert.

**Die in diesem Interview geäußerten Meinungen müssen nicht mit der Meinung des DZ BANK Research übereinstimmen.**

**Friedrich: Die Konjunktur läuft seit längerem sehr gut, allerdings sind aktuell Abschwächungstendenzen erkennbar. Was bedeutet dies für Ihre Branche?**

**Olaf Borkers:** Wir gehen für unsere Branche von begrenzten Auswirkungen aus. Den deutschen Konsumenten zeichnet aus, dass er in Boomzeiten wie auch in Rezessionszeiten immer ein stabiler Konsument ist. Bedeutet: Der Konsum steigt zwischen 1,5 und 2,5%. In sehr guten Zeiten – so wie wir sie zurzeit erleben – konsumiert der Konsument auch mehr in Autos oder er verreist mehr. Das sind aber Produkte, die unsere Mieter typischerweise in den Shoppingcentern nicht verkaufen.

**Friedrich: Es ist zu erwarten, dass die EZB im Laufe des nächsten Jahres die Zinsen erhöht. Was bedeutet das für Immobilienunternehmen?**

**Olaf Borkers:** Immobiliengesellschaften finanzieren sich klassischerweise langfristig. Bedeutet: Wir sind als Gesellschaft davon abhängig, wie sich Kapitalmärkte, Kreditmärkte oder auch die Pfandbriefsätze entwickeln. Und hier gehen wir davon aus, dass die Zinsen noch längere Zeit auf einem aktuellen Niveau oder auch leicht darüber bleiben. Zumal – wichtig zu wissen – viele der Gesellschaften haben noch teure Kredite in ihren Büchern. Auch die Deutsche EuroShop hat in den nächsten drei Jahren noch Kredite in Höhe von 450 Mio. Euro, die auslaufen, mit Zinssätzen zwischen 4 und 5%. Sollten die Zinsen steigen, könnten wir uns trotzdem – so wie andere Gesellschaften auch – noch deutlich günstiger refinanzieren. Und das wird den Gesellschaften auch in der Zukunft noch weiter helfen.

**Friedrich: Viele private Investoren schätzen an Immobilien die regelmäßigen Mieteinnahmen und den Werterhalt. Vom aktuellen Niveau aus werden die Preise vermutlich nicht mehr so stark steigen wie in der Vergangenheit. Verliert die Assetklasse dadurch perspektivisch an Attraktivität?**

**Olaf Borkers:** Entscheidend für den Eigentümer sind die Zahlungsflüsse, die sie aus einer Immobilie generieren können – bei uns aus den Shoppingcentern. In den letzten Jahren sind die Preise für Shoppingcenter sehr, sehr stark gestiegen – auf historische Niveaus. Das hatte sehr wesentlich mit der abnehmenden Renditeanforderung von großen Investoren zu tun. Wenn – wie wir erwarten – Mieten nicht weiter steigen und auf der anderen Seite die Renditeanforderungen der Investoren steigen, dann würde es eher bedeuten, dass Immobilienpreise tendenziell in den nächsten Jahren fallen werden. Es ist aber immer die Lage der Shoppingcenter entscheidend für die Stabilität der Einnahmen aus dem Objekt. Und am Ende gilt für uns wie für alle Kaufleute: Im Einkauf liegt das Geschäft. Wenn Sie ein Shoppingcenter in den letzten ein oder zwei Jahren gekauft haben, zu sehr hohen Preisen, sind Sie von einem fallenden Preis ganz anders betroffen wie als wenn Sie ein Shoppingcenter vor fünf, zehn oder 15 Jahren zu deutlich niedrigeren Preisen gekauft haben so wie wir als Deutsche EuroShop es gemacht haben.

**Friedrich: Wie wirkt sich der Online-Handel auf lange Sicht auf Einzelhandelsimmobilien aus? Ist Amazon eine Bedrohung?**

**Olaf Borkers:** Die Internetgesellschaften sind ein neuer Wettbewerber, ein starker Wettbewerber. Bedeutet: Mehr Menschen kaufen online ein und besuchen entsprechend weniger Shoppingcenter und Geschäfte. Für den Immobilieneigentümer, für den Shoppingcentereigentümer kommt es darauf an, in der Zukunft die Vorteile des Shoppingcenters zu nutzen. Bedeutet: Bequemen und komfortablen Einkauf im Shoppingcenter zu ermöglichen, gemeinsam mit dem Mieter. Wir werden sehen, dass Shoppingcenter in der Zukunft deutlich enger vernetzt sind mit der Onlinewelt. Denn der Konsument möchte schnell, bequem und günstig einkaufen. Und das können wir gemeinsam mit der Internetwelt sehr gut bieten.

# B<sup>3</sup>

## Bestes aus Bielmeiers Blog

### DZ BANK BLOG

**Im Internet finden Sie den Experten-Blog unter [www.bielmeiersblog.dzbank.de](http://www.bielmeiersblog.dzbank.de). Als App können Sie sich Bielmeiers Blog für alle gängigen mobilen Endgeräte herunterladen.**

#### **1. Aktien – Gefahren des Mythos „Dividendenstrategie“ (vom 7. Dezember 2018)**

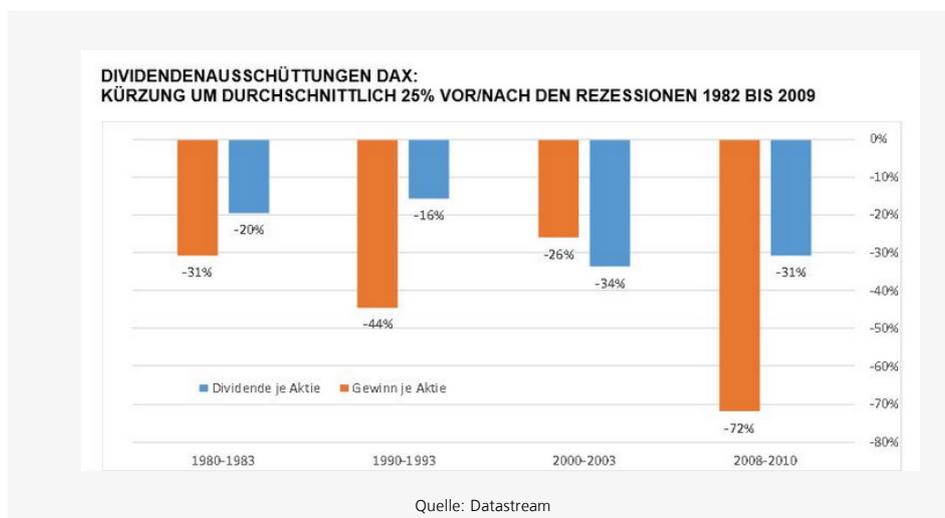
Nichts scheint für Kapitalanleger so verlockend zu sein wie hohe Dividendenrenditen und die Reinvestition derselben. „Dividenden sind die neuen Zinsen“ heißt es seit einigen Jahren unter institutionellen Anlegern. Auch Privatanleger haben das Thema für sich entdeckt und bloggen rund um das Thema „Dividende als zweite Einkommensquelle“. Die Zahl der Dividenden-Blogs ist rasant gewachsen. Und auf Webseiten wird häufig nur gekauft, was am meisten auszahlt. Auf eine Fundamentalanalyse der Unternehmen wird vielfach verzichtet. Die breite Streuung auf 50 Titel und mehr soll vor einem Risiko schützen. Vielfach landen auch Spezialitäten (zum Beispiel amerikanische Master Limited Partnerships) oder Titel, die eine steuerbefreite Dividende zahlen, im Portfolio – ohne eine vorhergehende Prüfung.

So sehr wir es begrüßen, dass auch die Deutschen im Rahmen der Altersvorsorge nun verstärkt auf Aktien setzen: Aktionäre sollten sich von der Vorstellung lösen, Dividendenzahlungen seien das Allheilmittel in der Kapitalanlage. Folgende Gründe sprechen gegen einen zu starken Fokus ausschließlich auf die Höhe der Dividendenrendite:

- Dividendenzahlungen sind nicht sicher – vor allem in Rezessionen:  
Zu großflächigen Dividendenkürzungen kommt es üblicherweise im Konjunkturabschwung. Wie stark können diese Kürzungen ausfallen? Der Blick zurück auf die volkswirtschaftlichen Rezessionen in Deutschland in den Jahren 1983, 1993, 2003 und 2010 führt zu einer ersten Schätzung. Rund um diese volkswirtschaftlichen Schwächephasen fielen die Gewinnschätzungen für die DAX-Unternehmen um durchschnittlich 44%. Besonders hart traf es die Gesellschaften im letzten Abschwung. In ihm wurden die Gewinnreihen um 72% reduziert. Auch die Dividendenausschüttungen wurden während der Rezessionen gekürzt, im Durchschnitt um ein Viertel (siehe Grafik).
- Dividenden sind steuerpflichtig und mindern den Zinseszinsseffekt:  
Dividenden sind ein Teil der versteuerten Unternehmensgewinne, die vor Reinvestition in neue Aktien auch noch beim Anleger versteuert werden müssen. Die genaue Höhe der Steuerpflicht hängt davon ab, wo der Aktionär seinen Wohnsitz hat. Privatanleger in Deutschland zahlen die Abgeltungssteuer in Höhe von 25%, dazu kommen Solidaritätszuschlag (5,5%) und gegebenenfalls Kirchensteuer. Anleger werden also mit 26,9% oder mehr besteuert, so dass von 1 Euro Bruttodividende höchstens 73 Cent übrigbleiben und wieder investiert werden können. Deutlich schneller vermehrt sich das Anlagekapital, wenn Unternehmen die Gewinne nicht ausschütten, sondern im eigenen Geschäftsbetrieb zu einer durchschnittlichen (oder gar überdurchschnittlichen) Kapitalrendite reinvestieren können. Hier entfällt die zweite Besteuerungsstufe.

- Dividenden sind Aktienrückkäufen unterlegen:  
Unternehmen, die hohe freie Mittelzuflüsse verzeichnen, können ihren Aktionären keinen größeren Gefallen tun, als die eigenen Aktien zurückzukaufen. Es gibt Gesellschaften, bei denen Aktienrückkäufe fest in der Unternehmenskultur verankert sind. Dazu gehören Blue-Chips wie IBM, die in den vergangenen 25 Jahren knapp 60% ihrer Aktien zurückgekauft haben, Coca Cola (27%) oder American Express (25%). Kritik: In puncto Aktienrückkäufe ist Deutschland immer noch ein Entwicklungsland, nur wenige der Unternehmen nutzen dieses Mittel erfolgreich seit langer Zeit.
- Thesaurierung von Dividendenerträgen erfolgt zum Marktpreis:  
Werden die erhaltenen und versteuerten Dividenden sofort wieder in den Kauf neuer Aktien reinvestiert, kauft der Aktionär zum aktuellen Kurs. Ist dieser zu teuer, macht er auf lange Sicht ein schlechtes Geschäft.
- Die meisten Unternehmen sind keine zuverlässigen Dividendenzahler – sie existieren nicht lange genug:  
Für jedes heute sichtbar erfolgreiche Unternehmen (beispielsweise Apple und Samsung bei Smartphones) gibt es immer auch einen „Friedhof“ mit Unternehmen, die es nicht geschafft haben (wie zum Beispiel Blackberry, Nokia, Siemens/BenQ, SonyEricsson, Palm). Firmen, die sich nicht durch einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil (beispielsweise Markennamen, Kostenführerschaft, Lizenzen/Patente/Rechte, Netzwerkeffekte) von der Konkurrenz absetzen können, werden über einen langen Zeitraum hinweg durch den Markteintritt neuer Konkurrenten und den darauffolgenden Konkurrenzkampf bedeutungslos. Die meisten Unternehmen auf der Welt weisen keinen dauerhaften Wettbewerbsvorteil auf. Daher ist ein Unternehmen mit Wettbewerbsvorteilen, aber nur einer niedrigen Dividendenrendite einem Unternehmen ohne Wettbewerbsvorteile, aber mit einer hohen Dividendenrendite langfristig deutlich überlegen.

Anleger sollten in Anbetracht dieser Risiken nicht blind auf die Titel mit den höchsten Dividendenrenditen setzen, sondern stärker darauf achten, dass das Unternehmen eine überdurchschnittliche Kapitalrendite erzielen kann. Eine fundamentale Analyse des Geschäftsmodells und eine Untersuchung des Wettbewerbsumfelds für langfristige Dividendeninvestments bleibt unverzichtbar, ebenso wie die Untersuchung, ob die Tragfähigkeit der Dividendenzahlungen über die Bilanz gewährleistet ist.



## **2. Die Fed rudert zurück (vom 30. November 2018)**

Das gestern Abend veröffentlichte Protokoll der jüngsten Sitzung des geldpolitischen Rates der US-Notenbank vom 8. November 2018 („Minutes“) hat überraschende Neuigkeiten über die weitere geldpolitische Ausrichtung der Fed zutage gefördert. Zwar lassen die Minutes kaum Zweifel daran, dass die US-Währungshüter den Leitzinskorridor im Dezember erneut um 25 Basispunkte erhöhen werden. Neu war jedoch, dass die Fed-Oberen beabsichtigen, ihren Tenor im Protokoll zu ändern. Während in der Vergangenheit darauf hingewiesen wurde, dass eine graduelle Erhöhung des Leitzinsniveaus angemessen sei, könnte demnächst im Kommuniké stehen, dass weitere Leitzinserhöhungen strikt von den Datenveröffentlichungen abhängig sein werden.

Noch vor wenigen Wochen hatte Fed-Chef Jerome Powell darauf hingewiesen, dass die Fed einen leicht restriktiven Leitzins in Erwägung ziehe. Viele Marktteilnehmer hatten in den zurückliegenden Monaten daher den Eindruck gewonnen, dass eine Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte pro Quartal auf absehbare Zeit in Stein gemeißelt sei. Diese Erwartungshaltung wurde mit dem jüngsten Protokoll in Frage gestellt. Eine flexiblere Rhetorik ist vor dem Hintergrund verständlich, dass keiner mit absoluter Gewissheit weiß, wo exakt der neutrale geldpolitische Zins liegt. Die Leitzinserhöhungen der Vergangenheit dürften lediglich mit einer weniger expansiven Geldpolitik einhergegangen sein. Jetzt, wo sich die Fed dem (breiten) Bereich eines nahezu neutralen geldpolitischen Niveaus nähert, wächst auch die Unsicherheit über die konjunkturellen Auswirkungen einer kontinuierlichen Straffung der geldpolitischen Zügel. Die Währungshüter möchten offensichtlich nicht für eine mögliche schwächere konjunkturelle Dynamik verantwortlich gemacht werden. Außerdem ist es ungewiss, mit welcher zeitlichen Verzögerung die zurückliegenden Leitzinsanhebungen wirken. Dieser Unsicherheit möchte die Fed nun Rechnung tragen, indem sie ihre Rhetorik im kommenden Protokoll ändern wird, das nach der Sitzung am 19. Dezember veröffentlicht wird.

Unseres Erachtens bedeutet diese Änderung jedoch nicht, dass die Fed in den kommenden Monaten keine weiteren Zinserhöhungen mehr vornehmen wird. Es wird lediglich attestiert, dass die US-Notenbank auch mal eine längere Pause im Zinserhöhungszyklus einlegen kann, um die Wirkung der vergangenen geldpolitischen Straffungen abzuwarten. Die Minutes decken sich insgesamt mit unserer Erwartung bezüglich der US-Geldpolitik im Jahr 2019. So gehen wir davon aus, dass die konjunkturelle Dynamik im kommenden Jahr insgesamt solide ausfallen wird. Der derzeit im Trend zu beobachtende Lohndruck wird unseres Erachtens zu leicht höheren Kerninflationsraten im Jahresverlauf führen. Vor diesem Hintergrund werden die volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten im ersten Halbjahr wohl auf eine Fortsetzung des Leitzinserhöhungszyklus hindeuten. Wir erwarten noch zwei weitere Zinsschritte in den ersten sechs Monaten des Jahres 2019. Hat die Fed jedoch einmal ein annähernd neutrales geldpolitisches Niveau erreicht, dürften weitere geldpolitische Straffungen zunehmend in Frage gestellt werden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir eine Pause im Leitzinserhöhungszyklus in der zweiten Jahreshälfte. Bleibt die konjunkturelle Erholung gegen Ende 2019 robust, dürfte die Fed im Dezember 2019 erneut die geldpolitischen Zügel anziehen. Jedoch sind die Chancen für einer etwas moderaten Zinspolitik zuletzt gestiegen.

## **3. Kryptowährungen im Sturzflug – Suche nach einem Boden (vom 28. November 2018)**

Was vor rund zwölf Monaten vielerorts als Zukunft des Geldes auserkoren wurde, droht dieser Tage in der Belanglosigkeit zu verschwinden. Die Rede ist von Kryptowährungen. Im Januar dieses Jahres betrug die Marktkapitalisierung aller vorhandenen Vertreter solcher Währungen rund 835 Mrd. US-Dollar, aktuell sind hiervon gerade einmal noch gut 120 Mrd. übriggeblieben – ein Minus von rund 85%. Der Branchenprimus Bitcoin kam der Schwelle von 3.500 US-Dollar Anfang der Woche bedrohlich nahe. Ausgehend von dem historischen Höchstkurs um 20.000 US-Dollar im Dezember 2017, büßte der Vorreiter der Kryptowährungen damit etwa 80% ein.

Das hinter der jeweiligen Kryptowährung steckende Geschäftsmodell scheint bei den Kurseinbrüchen keine nennenswerte Rolle zu spielen. Ripple, die Währung für das „Zahlungsnetzwerk der Banken“ und Nummer zwei des Segments, gab um 87% nach – verglichen mit den zum vergangenen Jahreswechsel erreichten Höchstkursen. Der Bitcoin-Ableger „Bitcoin Cash“ verlor sogar 93% an Wert. Einen Einbruch in

ähnlicher Größenordnung erlitt die Kryptowährung des Ethereum-Netzwerks, das als Plattform für sogenannte „Smart Contracts“ und „Initial Coin Offerings“ beispielsweise zur Finanzierung von Start-up-Unternehmen fungiert.

Diverse Ursachen werden für die aktuelle Entwicklung angeführt. Eine Rolle gespielt hat sicherlich der Rutsch von Bitcoin unter die Marke von 6.000 US-Dollar. Diese Schwelle hatte in den vergangenen Monaten als Untergrenze für die zu beobachtende Handelsspanne fungiert. Nachdem die psychologisch wichtige Marke nachhaltig nach unten durchbrochen wurde, hat zahlreiche Investoren offenbar der Mut verlassen. Zur generellen Stimmungseintrübung unter den Anlegern beigetragen hat darüber hinaus der Konflikt unter Entwicklern bei der Kryptowährung Bitcoin Cash, der eine Abspaltung („Hard Fork“) nach sich zog. Hinzu kommen zwei strukturelle Belastungsfaktoren: Zum einen reißen die Negativschlagzeilen über mögliche Manipulationen und Betrügereien nicht ab. Zum anderen ist der erhoffte Einstieg bedeutender institutioneller Investoren in das Marktsegment ausgeblieben.

Bei „normalen Gütern“ würde der Preisverfall zu einem rückläufigen Angebot führen. Bei Kryptowährungen ist dies nicht der Fall. Vielmehr ist die vorhandene Angebotsmenge von vornherein konstant oder wächst sogar weiter, wenngleich aufgrund nachlassender Aktivitäten etwas langsamer als zuvor. Auch eine zentrale Instanz, beispielsweise eine Notenbank, die stabilisierend einwirken könnte, existiert bei Bitcoin & Co. nicht. Erschwerend hinzu kommt, dass die Nachfrageseite nicht unbedingt positiv auf niedrigere Preise reagiert – im Gegenteil! Vielmehr führen Wertverluste dazu, dass potenzielle Kryptowährungs-Investoren die Hoffnung auf höhere Preise begraben und sich vermehrt aus dem Marktsegment zurückziehen. In diesem Zusammenhang offenbart sich – einmal mehr – das zentrale Problem der Kryptowährungen: Es fehlt ein intrinsischer Wert. Während selbst Gold ab einem bestimmten Preis zumindest noch in der Industrie als Ersatz für andere Metalle verarbeitet oder um den Hals gehängt werden kann, ist dies bei den Nullen und Einsen von Bitcoin & Co. nicht der Fall. Folglich ist es schlichtweg nicht möglich, eine fundamental gerechtfertigte Preisuntergrenze einzuziehen, die den Boden für den momentanen Wertverfall darstellen könnte.

Den Unterstützern von Kryptowährungen bleibt vorrangig die Hoffnung, dass sich das Sentiment bald wieder erholt und dadurch die Nachfrageseite anzieht. Das wäre nicht das erste Mal. Bereits 2011 und 2014 machte Bitcoin Kurseinbrüche in vergleichbarer Größenordnung durch. Zumindest damals gelang es der Kryptowährung, sich zu berappeln und einige Zeit später neue Höhenflüge anzugehen. Klar ist aber auch: Zwingend wiederholen muss sich Geschichte sicherlich nicht.



#### RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Ingo Wermann und Matthias Volkert

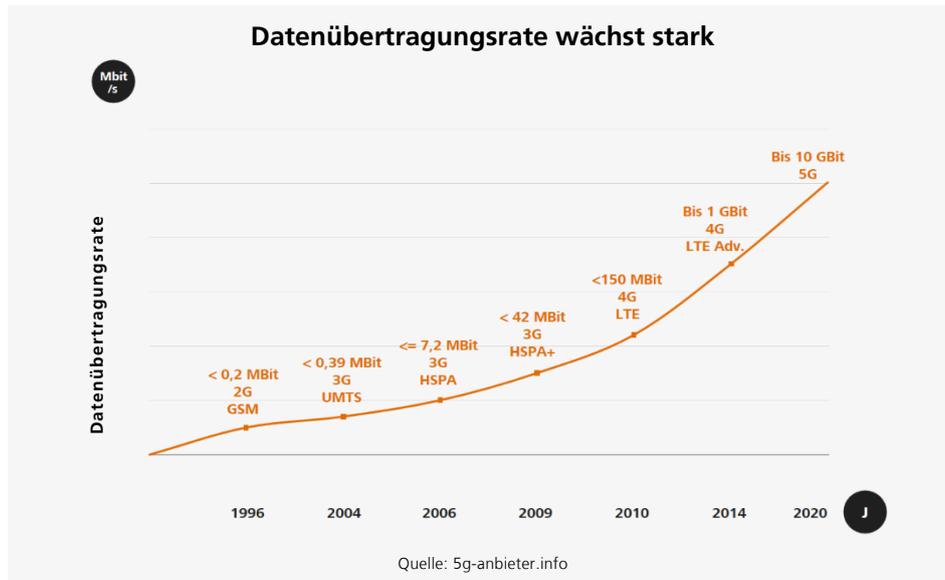
**Neu, schnell, besonders leistungsstark und sicher – das ist die fünfte Mobilfunkgeneration, kurz: 5G. 5G ist aber nicht nur eine Weiterentwicklung für die Übermittlung von Sprache und Daten über mobile Endgeräte wie Smartphones, Handys oder Tablets.**

Vielmehr ist der neue Standard eine Schlüsseltechnologie des 21. Jahrhunderts mit erheblichen Auswirkungen auf unser Privat- und Geschäftsleben. Erst mit 5G können Technologien für vernetzte Haushalte („Smart Home“) weiterentwickelt und intelligente Städte („Smart Cities“) zur Realität werden. Darüber hinaus dürfte 5G das Verhältnis zwischen Unternehmen und Endkunden, die Geschäftsbeziehungen zwischen Unternehmen sowie die Produktionsprozesse innerhalb eines Unternehmens (Stichwort „Industrie 4.0“) revolutionieren. Es ist somit ein zentraler Baustein für das „Internet der Dinge“.

#### Viel besser als seine Vorgänger

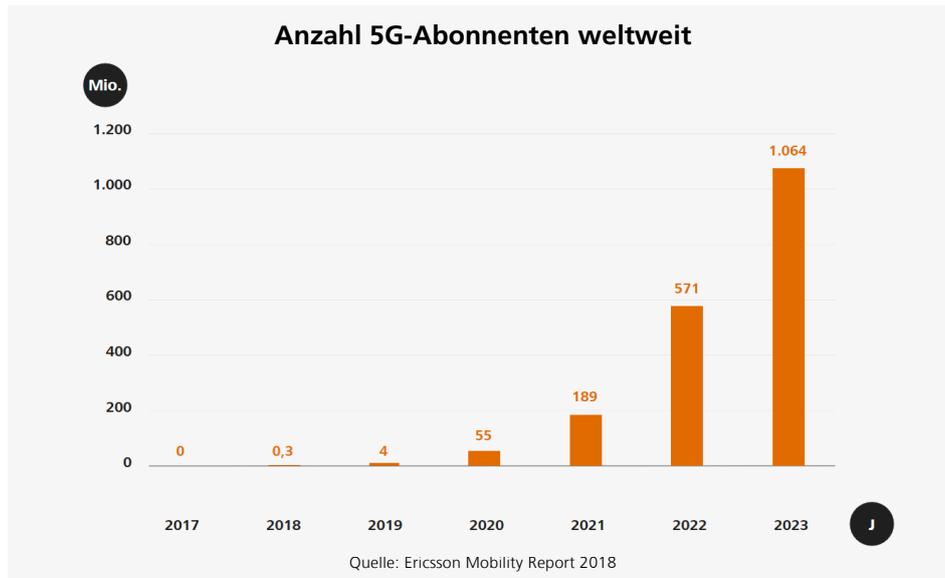
Experten erwarten sich von 5G wahre Wunderdinge. Nicht ganz zu Unrecht. In der Tat weist der neue Standard zahlreiche Vorteile gegenüber seinen Vorgängern auf: Ein zentraler Pluspunkt ist die bis zu zehnmal höhere Datenübertragungsrate gegenüber dem aktuellen Standard „4G LTE (Long Term Evolution)“. Während dieser „lediglich“ bis zu 1 Gigabit pro Sekunde übertragen kann, sind es – wie die folgende Grafik zeigt – bei 5G bis zu 10 Gigabit. Vor dem Hintergrund eines weltweit exponentiell wachsenden Datenaufkommens (manche Beobachter sprechen auch von einer Datenflut), kommt diesem Aspekt eine große Bedeutung zu.





Ein weiterer entscheidender Vorteil ist die wesentlich geringere Verzögerungszeit, die sogenannte Latenz. Beträgt diese bei aktuellen Standardnetzen zwischen 20 und 80 Millisekunden, so sinkt sie bei 5G auf rund eine Millisekunde. Erst diese Eigenschaft ermöglicht den breiten Einsatz von besonders zeitkritischen Anwendungen. Hierzu gehört beispielsweise das „autonome Fahren“, das einen unterbrechungsfreien Datenaustausch zwischen Fahrzeugen in Echtzeit erfordert. Gleichzeitig müssen hier permanent Abstandsmessungen vorgenommen werden: zu statischen Gefahrenquellen wie Ampeln und Straßenlampen, aber auch zu anderen – sich bewegenden – Verkehrsteilnehmern wie spielenden Kindern. Zu den besonders zeitsensiblen Einsatzfeldern zählt zudem der Gesundheitssektor: Künftig kann ein räumlich weit entfernter Arzt via Internet chirurgische Eingriffe vornehmen. Nicht zuletzt wird der stark wachsende Markt für Anwendungen im Bereich der „virtuellen Realität“ ohne die lästige Verzögerung in neue Dimensionen vordringen können.

Auch in Bezug auf die Netz Zuverlässigkeit kann 5G mit einem angestrebten Ziel von 99,999% auftrumpfen. Damit sollte es gelingen, den stetig wachsenden Ansprüchen privater und gewerblicher Nutzer an die jederzeitige Verfügbarkeit der Mobilfunknetze stärker zu entsprechen. Dies wiederum dürfte die Nachfrage nach und die Akzeptanz für 5G spürbar erhöhen. Darüber hinaus punktet der neue Standard mit einem geringeren Stromverbrauch, einer wesentlich höheren Teilnehmerdichte pro Quadratkilometer sowie besserer Mobilitätseigenschaften bei schneller Bewegung. Somit sollte dann auch endlich eine unterbrechungsfreie Nutzung während der Zugfahrt und im Flugzeug gewährleistet sein. Die hier nur auszugsweise skizzierten Vorteile dürften laut einer 2018 veröffentlichten Studie des schwedischen Telekommunikationsausrüsters Ericsson dazu führen, dass allein im Mobilfunkbereich die weltweite Anzahl der 5G-Abonnenten von derzeit nicht einmal 1 Million binnen fünf Jahren auf über 1 Milliarde anwächst.

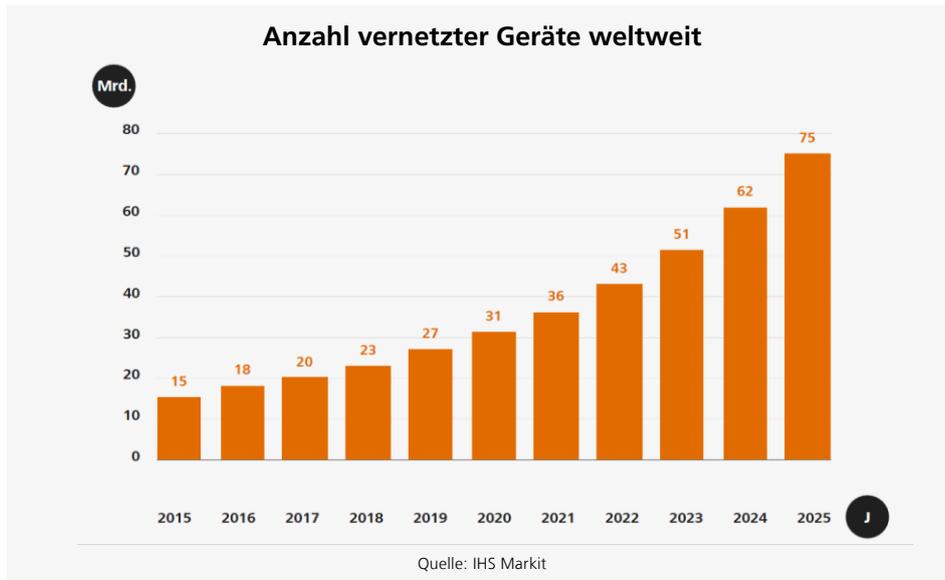


### Schlüsseltechnologie für das „Internet der Dinge“

Die Implementierung des Mobilfunkstandards 5G ist auch ein zentraler Baustein für die flächendeckende Umsetzung des „Internets der Dinge“ (Internet of Things, kurz: IoT). Dieses bindet unterschiedlichste Dinge wie zum Beispiel Maschinen, Elektrogeräte oder Fahrzeuge in ein Kommunikationsnetz ein. Unternehmen und öffentlichen Einrichtungen bietet sich hierdurch die Chance, neue Geschäftsfelder zu erschließen beziehungsweise bestehende an die sich wandelnden Kundenbedürfnisse anzupassen. Ziel ist es, die Dinge „intelligent“ zu machen, damit sie mittels Logiken und Netzwerkfunktionalität in die Lage versetzt werden, mit anderen Geräten Informationen und Daten digital auszutauschen.

In die Praxis umgesetzt bedeutet dies: Wenn alles mit allem vernetzt ist – dann wird das smarte Zuhause seinem Namen buchstäblich gerecht. Dann sind nicht mehr nur einzelne Geräte per Smartphone von unterwegs steuerbar, sondern die einzelnen Geräte kommunizieren untereinander. So lassen sich aufgrund der Analyse von Gewohnheiten nach einer Selbstlernphase beispielsweise Heizungsanlagen intelligent steuern. Beim Einsatz von 5G geht es aber weniger um den privaten Bereich, sondern eher um die Mobilität und die Industrie. So wird der nächste große Schritt die Entwicklung einer Infrastruktur für intelligente Städte sein, mit dem Ergebnis, dass sich vor allem der städtische Verkehr grundlegend verändern wird. Die vernetzten Fahrzeuge werden sowohl untereinander als auch mit der neuen Infrastruktur kommunizieren. Durch die dann mögliche ständige Analyse der Verkehrslage werden beispielsweise Ampeln selbständig schalten, sodass Staus der Vergangenheit angehören werden. In der Industrie werden Produktion und Informationstechnologie so miteinander verzahnt, dass sich Fertigungsanlagen und Logistiksysteme selbst organisieren. Auf diese Weise ist es möglich, bedarfsorientiert zu produzieren, was wiederum eine höhere Individualisierung, Effizienz sowie Flexibilität gewährleistet.

Gemäß der nachfolgend dargestellten Erhebung des auf Datenanalysen spezialisierten Unternehmens IHS Markit wird sich die Anzahl der weltweit miteinander vernetzten Geräte zwischen 2015 und 2025 von 15 Milliarden auf 75 Milliarden verfünffachen.



### 5G ist alles andere als „Zukunftsmusik“, ...

Zwar dürfte die Einführung von 5G auf breiter Basis erst ab dem Jahr 2020 erfolgen. Der neue Mobilfunkstandard ist jedoch alles andere als „Zukunftsmusik“. So bietet beispielsweise das US-amerikanische Telekommunikationsunternehmen Verizon Telecommunications als Marktführer im US-Mobilfunksegment bereits seit Anfang Oktober in vier ausgewählten Ballungsräumen (Sacramento, Los Angeles, Houston, Indianapolis) den 5G-Netzstandard an. Auch der Wettbewerber AT&T wird schon Ende 2018 in einigen Testregionen 5G an den Start schicken. Wir erwarten ferner, dass japanische und südkoreanische Telekommunikationsgesellschaften zu den Vorreitern von 5G gehören und den Standard im kommenden Jahr einführen werden. China sieht die schnelle und landesweite 5G-Einführung als strategisch bedeutend an und fördert mit Milliardeninvestitionen den Aufbau von Netzwerkinfrastruktur wie zum Beispiel Mobilfunkmasten.

### ... Deutschland droht ihr hinterherzulaufen

Während also zahlreiche Länder 5G bereits in ausgewählten Regionen anbieten oder konkrete Pläne für die Einführung von 5G im Jahr 2019 treffen, droht Deutschland den Anschluss bei der Implementierung der Schlüsseltechnologie zu verpassen. So hat die Bundesnetzagentur die Auktion von Mobilfunkfrequenzen („Spektrum“) erst für Anfang 2019 angesetzt. Zusätzliches Spektrum ist erforderlich, um das künftig wesentlich höhere Datenvolumen abwickeln zu können. Gerade in dichtbesiedelten Städten besteht der Nachteil, dass die höheren Frequenzbänder von Wänden oder anderen Objekten geblockt werden. Deshalb benötigt dieser Teil des 5G-Netzes eine Sichtverbindung. Dies kann in Ballungsgebieten nur über den Aufbau zahlreicher kleiner Antennenanlagen erfolgen. Das macht wiederum hohe Investitionen notwendig. Sollten die hiesigen Telekommunikationsanbieter jedoch zu hohe Summen für den Erwerb von Frequenzen aufwenden müssen, besteht die Gefahr, dass sich die schnelle und zugleich flächendeckende 5G-Einführung verzögert – mit entsprechend negativen Folgen für Privatkunden, vor allem aber für gewerbliche Nutzer.

### Fazit: Der technologische (digitale) Wandel benötigt 5G

Der neue Mobilfunkstandard stellt wegen seiner zahlreichen Vorteile das Fundament für den technologischen Wandel oder zumindest die bedeutende Weiterentwicklung des digitalen Fortschritts dar. Er wird zahlreiche Aspekte im Privatleben der Menschen beeinflussen. Darüber hinaus hat er das Potenzial, die Beziehungen zwischen Kunden und Unternehmen zu verbessern und die Entwicklung neuer Geschäftsmodelle zu ermöglichen. Weil 5G unserer Meinung nach ferner die Basis für ein leistungsstarkes „Internet der Dinge“ ist, sehen wir in dem Mobilfunkstandard der fünften Generation eine Schlüsseltechnologie für das 21. Jahrhundert. Ohne diesen sind Wirtschaftsstandorte auf Dauer nicht wettbewerbsfähig.



## MUSTERPORTFOLIO

Christian Kahler & Thorsten Wenzel

**Hier stellen wir Ihnen Musterportfolios des DZ BANK Research vor. Diese sind rein virtueller Natur und können nur als allgemeine Leitfäden dienen. Sie enthalten keine persönlichen Anlageempfehlungen für den Leser.**

## DZ BANK Musterportfolio – anlageklassenübergreifend

**Autor: Christian Kahler, 13. Dezember 2018**

Das anlageklassenübergreifende „DZ BANK Musterportfolio“ ist ein virtuelles Musterportfolio, das sich aus den Anlageklassen Aktien, Anleihen sowie Rohstoffwerte zusammensetzt und je nach den wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen dieser Anlageklassen angepasst wird.

Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

Im ersten Schritt werden sämtliche Ergebnisse der verschiedenen Researchabteilungen zusammengeführt. Aus den daraus resultierenden Erkenntnissen zur volkswirtschaftlichen Entwicklung sowie zu den Renten-, Aktien- und Rohstoffmärkten wird dann eine anlageklassenübergreifende Einschätzung erarbeitet. Im zweiten Schritt entwickeln unsere Anlagestrategen auf Basis dieser aggregierten Ergebnisse eine strategische Asset-Allocation, also die Aufteilung eines Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen, vorzugsweise Aktien und Anleihen – immer unter der Berücksichtigung politischer und volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen.

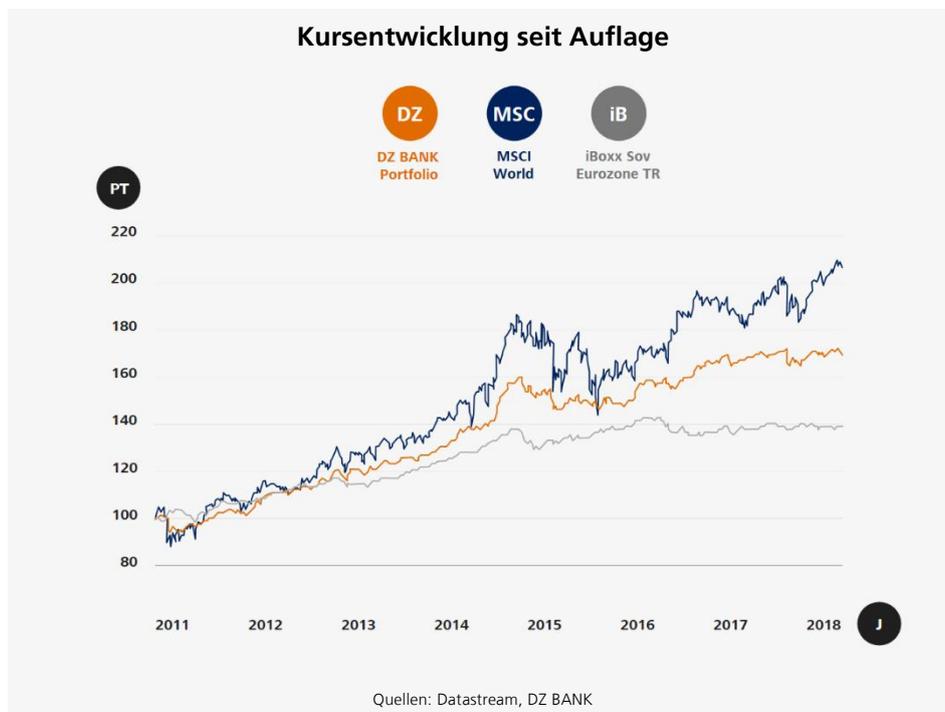
Unser anlageklassenorientiertes DZ BANK Musterportfolio ist kurz- bis mittelfristig orientiert. Dabei streben wir eine virtuelle Jahresperformance von 4% bis 5% an. Diese Zielgröße basiert auf dem Total-Return-Ansatz also darauf, eine möglichst positive Rendite zu erzielen, damit selbst im ungünstigsten Fall das investierte Kapital erhalten bleibt. In Phasen gut laufender Aktienmärkte erscheint dieses Performanceziel erreichbar. Sollten sich die Aktienmärkte schwächer entwickeln, bleibt es unser Ziel, einen positiven virtuellen Portfolioertrag über den gesamten Konjunkturzyklus und alle Anlageklassen hinweg zu erreichen. Einzelne Jahre mit negativer Performance sind jedoch nicht auszuschließen.

Angesichts der Korrektur des US-Aktienmarktes sowie der gestiegenen Zahl an Krisen hatten wir uns noch im September defensiver positioniert – mit einer Aktienquote von lediglich 20%. Im Gegenzug hatten wir die Liquiditätsposition auf 31% aufgestockt. Dieser taktische Schritt erfolgte nicht zuletzt in der Hoffnung, die freigewordenen Mittel zu deutlich günstigeren Kursen wieder in den Aktienmarkt investieren zu können.

Und so kam es dann auch: Die Korrekturbewegung von Anfang Oktober hat den DAX innerhalb einer Woche um 7% nachgeben lassen, Technologieaktien in den USA verloren sogar rund 10% an Wert. Diesen Umstand haben wir per 12. Oktober 2018 dazu genutzt, die Aktienquote im Musterportfolio um 20 Prozentpunkte aufzustocken: Für je 10% des Portfoliowertes haben wir eine Position in DAX- sowie in Nasdaq-100-Aktien gekauft. Damit stieg der Aktienanteil im DZ BANK Musterportfolio auf 39%. Im Gegenzug sank die Liquiditätsquote von 32% auf 12%.

Diese im Portfolio verbliebene Liquidität haben wir gegen Ende Oktober 2018 dazu genutzt, den chinesischen Aktienindex CSI 300 Total Return mit einer Gewichtung von 12% in das DZ BANK Musterportfolio aufzunehmen. Grund dafür war die stark vergünstigte Bewertung chinesischer Aktien bei überdurchschnittlichen Gewinnaussichten. Chinas Wirtschaft hat sich in den letzten Jahren mehr zum Inland hin verlagert und ist – nicht zuletzt durch zahlreiche Handelspartnerschaften – heute weniger anfällig gegenüber Störungen im direkten Handel mit den USA. Vor allem die großen Unternehmen bemerken wenig von den Zollstreitereien, zumal auch die heimische Währung Yuan abgewertet hat und so die Belastungen abgefedert werden.

Durch diese letzte Transaktion beinhaltet das DZ BANK Musterportfolio per 8. November 2018 einen Aktienanteil von 51% (DAX und Nasdaq 100 je 10% Portfoliogewichtung, DJ Global Titans rund 19% und CSI 300 rund 12%). Der Anteil an Anleihen bleibt bei unverändert 49%.



## DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

**Autor: Thorsten Wenzel, 12. Dezember 2018**

Das virtuelle „Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global“ betrachtet lediglich das Aktienuniversum der DZ BANK gepasst wird.

Die fundamentale Aktienanalyse versucht den fairen Wert\* von börsennotierten Unternehmen beziehungsweise deren Aktien zu ermitteln und dabei gegebenenfalls Über- oder Unterbewertung zu identifizieren. Sie basiert auf betriebswirtschaftlichen Daten und dem ökonomischen Umfeld des Unternehmens. In die Analyse einbezogen werden daher neben dem betreffenden börsennotierten Unternehmen insbesondere das makroökonomische Umfeld und das Branchenumfeld. Das DZ BANK Research analysiert etwa 300 Aktien (Coverage-Universum), die in deutschen, europäischen und internationalen Indizes geführt werden. Die aus der Analyse folgenden Einschätzungen der Analysten (fairer Wert, Anlageurteil) werden jeweils in separaten Publikationen fachlich und unabhängig begründet. Die Analysen zu einzelnen Aktien sind Prognosen mit dem entsprechenden Maß an Unsicherheit. Bei Investments in ein Portfolio von Aktien erfolgt eine Diversifikation, das heißt das Risiko für den Anleger wird relativ geringer.

Vor diesem Hintergrund stellen wir, basierend auf diesen Analysen und Einschätzungen der Analysten, die DZ BANK Aktienideen Global als ein virtuelles Musterportfolio zusammen. Das gedachte Portfolio setzt sich stets aus 15 bis 25 Aktien aus dem Coverage-Universum der DZ BANK zusammen. Ausnahmsweise kann auch gezielt eine Kasseposition gehalten werden, um erwartete Wertverluste zu begrenzen.

Das Anlageurteil für die in den DZ BANK Aktienideen Global enthaltenen Aktien lautet „Kaufen“. Das Portfolio enthält regelmäßig einen hohen Anteil deutscher Aktien einschließlich MidCaps. Bei internationalen Aktien werden ausschließlich LargeCaps aufgenommen. Die virtuellen Positionen im Musterportfolio haben in der Regel einen Zeithorizont von sechs bis zwölf Monaten. In dieser Publikation werden die aktuell in dem DZ BANK Aktienideen Global Musterportfolio enthaltenen Aktien nur dargestellt. Aktualisierungen der jeweiligen Anlageempfehlungen erfolgen in dieser Publikation nicht.

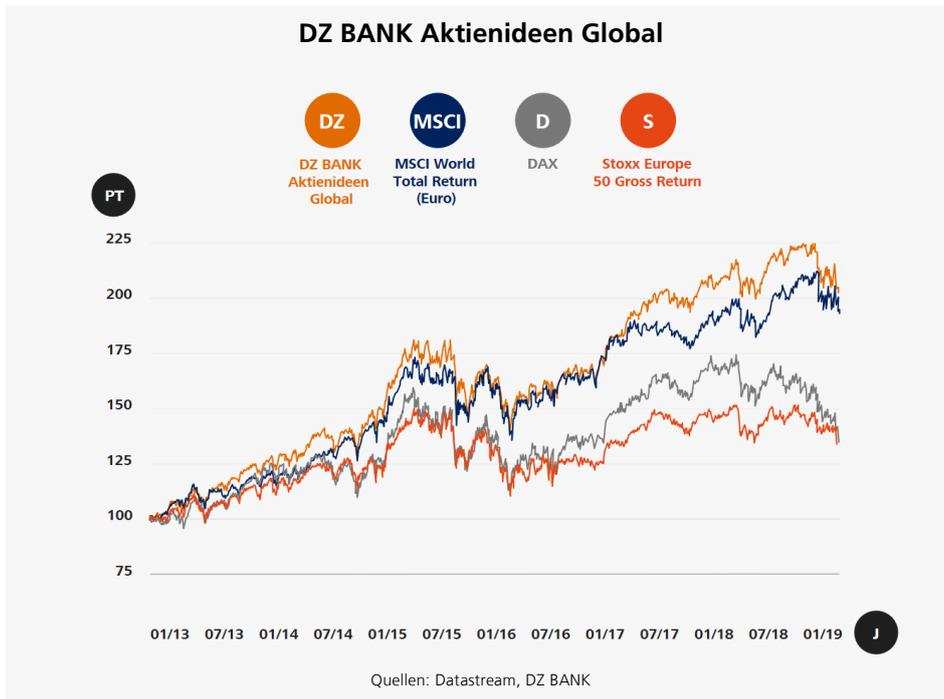
*\*Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs vom Fair Value ab, tendiert aber zu diesem hin.“*

**Zusammensetzung DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global**

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Allianz	12.09.2018	22	185,00	173,98	-6,0%
BASF	07.11.2018	59	69,33	58,88	-15,1%
CTS Eventim	14.11.2018	118	34,46	31,68	-8,1%
Evonik Industries	13.11.2018	151	27,05	22,59	-16,5%
HeidelbergCement	14.08.2018	61	70,10	54,28	-22,6%
Infineon Technologies	28.09.2018	219	19,57	17,915	-8,5%
Siemens	07.02.2018	35	112,30	97,90	-12,8%
Air Liquide	26.10.2018	36	106,65	106,10	-0,5%
Amazon.com	19.10.2018	3	1.534,71	1.440,81	-6,1%
AT&T	13.06.2018	152	27,76	26,60	-1,1% (inkl. Dividende)
AXA	14.08.2018	198	21,53	19,192	-10,9%
Danone	19.02.2018	61	64,47	62,81	+0,4% (inkl. Dividende)
Enel	23.03.2018	824	4,851	4,807	+1,8% (inkl. Dividende)
Home Depot	29.12.2017	25	158,94	153,09	-1,5% (inkl. Dividende)
IBM	14.06.2018	34	125,26	106,37	-12,9% (inkl. Dividende)
Merck & Co.	01.08.2018	75	56,35	69,00	+23,2% (inkl. Dividende)
Nokia	18.06.2018	824	5,15	5,128	-0,4%
Orange	29.12.2017	276	14,475	14,595	+5,7% (inkl. Dividende)
Royal Dutch Shell	11.07.2018	141	29,80	25,87	-10,4% (inkl. Dividende)
Total	11.10.2018	76	53,21	47,765	-10,2%
Vinci	02.03.2018	49	78,86	73,70	-3,4% (inkl. Dividende)
Vivendi	11.12.2018	187	21,10	21,10	+0,0%

Stand: 12. Dezember 2018 / Quellen: Datastream, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 11. Dezember 2018 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 104,8% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (38,6%), der MSCI World Total Return in Euro (94,1%) und der Stoxx 50 Gross Return (36,0%). Im laufenden Jahr 2018 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertverlust von 1,4% verbucht und damit schlechter performed als der MSCI World Total Return (in Euro) mit plus 0,9%, aber deutlich besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (minus 7,7%) und der DAX (minus 16,5%). Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.





# Punktuell wie ein Skalpell

Der Versuch, eine Immobilienblase zu verhindern, ohne die Wirtschaft abzuwürgen

## WUSSTEN SIE SCHON?

Pascal Segesser

Man muss nicht allzu weit in die Vergangenheit blicken, um festzustellen, dass Vermögenspreisblasen einen verheerenden wirtschaftlichen Schaden anrichten können. Spätestens seit der Finanzkrise haben die Themen „systemische Risiken“ und „Immobilienmarktblase“ an Präsenz gewonnen. Im Zuge dessen ist auch das Vorgehen der Zentralbanken – Stichwort: Geldpolitik – in die Kritik geraten. Denn die Leitzinspolitik wirkt ihrerseits systemisch, also auf das gesamte Finanzsystem. Somit ist sie als Werkzeug eigentlich ungeeignet, um Risiken eines bestimmten Sektors zu bekämpfen und diese dort einzudämmen. Im Gegenteil: Ein Niedrigzinsniveau wie derzeit birgt die Gefahr, Vermögenspreisblasen in der Breite noch zu verstärken. Gerade wegen ihrer systemischen Wirkung können Leitzinsschritte andere Sektoren ungewollt beeinflussen. Wie also kann dem begegnet werden?

### Schutz des gesamten Wirtschaftssystems durch überschaubare Eingriffe

Genau hier setzt die *makroprudenzielle* („makro“ für „groß“; „prudent“ für „vorsichtig“) Politik an. Deren Maßnahmen regulieren punktuell, nämlich einzelne, aber bedeutende Teile des Finanzsystems, die in Schieflage geraten sind beziehungsweise diesen greifen diesen präventiv vors. Auf diese Weise lassen sich Ansteckungsrisiken zwischen Wirtschaftssubjekten und -sektoren minimieren, um Systemkrisen vorzubeugen – im besten Fall zu verhindern. Dabei gehen die Maßnahmen über den reinen Konsumentenschutz hinaus. Ziel ist vielmehr ein stabiles Finanzsystem, das seine zentralen gesamtwirtschaftlichen Funktionen jederzeit erfüllt. Nur so ist das System in der Lage, Schocks abzufedern, um letztlich auch die Realwirtschaft (BIP-Wachstum) zu schützen.

In der Praxis sind vor allem die Wechselbeziehungen („Korrelationen“) zwischen verschiedenen Märkten von Interesse. Denn gerade eine starke Verflechtung der Wirtschaftsakteure kann ein systemisches Risiko darstellen. Damit wird nicht nur der viel zitierten These „too big to fail“, also „zu groß zum Scheitern“, begegnet. Vor allem lassen sich so auch die Probleme „too connected to fail“ (zu vernetzt zum Scheitern) und „too many to fail“ (zu viele zum Scheitern) in Schach halten. Aus den Erfahrungen der vergangenen Krisen lassen sich drei Gefahren ablesen, die – durch Schocks innerhalb des Systems – ein Systemrisiko auslösen können:



## Die rechtlichen Prämissen

Über den Einsatz makroprudenzieller Maßnahmen entscheiden – in enger Zusammenarbeit mit den europäischen Institutionen – in erster Linie die zuständigen nationalen Behörden. Hierzulande sind das die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzaufsicht (BaFin), die zusammen mit Vertretern des Bundesministeriums der Finanzen den Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) bilden. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) kann bestimmte Maßnahmen auf nationaler Ebene anordnen oder verstärken. Diese Eingriffsrechte erhielt sie mit dem Start des Einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (SSM – Single Supervisory Mechanism) im November 2014. Auf europäischer Ebene ist zudem der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB – European Systemic Risk Board) mit makroprudenziellen Maßnahmen befasst.

Die rechtliche Basis dafür bildet unter anderem das Rahmenwerk des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, kurz Basel III. Kernelement dieser Vorschriften zur Bankenregulierung ist die Stärkung von Qualität und Quantität des Eigenkapitals sowie eine Verschuldungsobergrenze und höhere Transparenz.

Ein Problem der makroprudenziellen Aufsicht sind Regulierungsansätze, die nicht grenzübergreifend wirken. So können gerade im Immobiliensektor internationale Unternehmen und Investoren ohne härtere Kernkapital- oder Kreditvergabebedingungen einen nationalen Markt verzerren: durch eine große zusätzliche Nachfrage. In der Folge könnte die Effektivität nationaler makroprudenzieller Maßnahmen eingeschränkt werden. Um diesem Problem zu begegnen, haben einige Länder für Ausländer höhere Transaktionssteuern beim Immobilienkauf angesetzt oder den Kauf gar untersagt.

## Auswirkungen auf den Immobilienmarkt?

Der makroprudenziellen Aufsicht stehen unterschiedliche Instrumente zur Verfügung, um einer Immobilienblase entgegenzuwirken, abhängig von deren Entwicklungsstadium. So dienen weiche Maßnahmen in erster Linie der Überwachung und Kommunikation finanzstabilitätsrelevanter Entwicklungen. So kann bereits frühzeitig auf Probleme reagiert werden. Die harten Instrumente finden Anwendung, um bereits sichtbaren stabilitätsrelevanten Risiken vorzubeugen oder gar entgegenzuwirken. Dies beinhaltet auch den direkten Eingriff in die Geschäftstätigkeit der Finanzmarktteilnehmer, trifft dabei meist den Bankensektor und zielt überwiegend auf die Stärkung des Eigenkapitals ab.

<b>Weiche Maßnahmen</b>	<b>Harte Maßnahmen</b>
<i>(Überwachung und Reporting stabilitätsrelevanter Entwicklungen und Risiken)</i>	<i>(Vorbeugung und Entgegenwirken stabilitätsrelevanter Risiken)</i>
<p><b>Monitoring des Marktes</b> Kennzahlenauswertung und Bilanzen (sektorübergreifende Dimension, Zeitdimension), Umfragen, Interviews, Stresstests</p>	<p><b>Kernkapitalquoten (Systemrisikopuffer)</b> Kapitalerhaltungspuffer, Puffer für antizyklische Risiken, Puffer für global systemrelevante Banken, Puffer für national systemrelevante Banken Ziel: Stärkung der Eigenkapitalbasis und Absicherung gegen den Krisenfall</p>
<p><b>Reporting</b> Reden, Meinungen, Warnungen</p>	<p><b>Liquiditätskennzahlen (Zahlungsfähigkeit)</b> LCR: Liquidity Coverage Ratio, NSFR: Net Stable Funding Ratio Ziel: Vermeidung von Liquiditätsengpässen</p>
<p><b>Beurteilung</b> Empfehlungen zur Umsetzung harter Maßnahmen</p>	<p><b>Kreditvergabekonditionen für Hypothekendarlehen</b> Risikogewichte, Einschränkungen des Verhältnisses von Kredit zu Immobilienwert oder Einkommen, Limitierung der erwarteten Verlusthöhe bei Ausfall Ziel: Vorbeugen einer Blasenbildung im Immobiliensektor</p>

Dabei hat der makroprudenzielle Ansatz entscheidende Vorteile gegenüber der geldpolitischen Steuerung. Ein Beispiel: Droht im Immobiliensektor eines Landes die Bildung einer Preisblase mit fundamental nicht mehr zu rechtfertigenden Hauspreisen, kann als entsprechende Maßnahme die Vergabe von Immobilienkrediten eingeschränkt werden. Damit würde die Nachfrage nach Immobilien reduziert werden. So kann der Sektor abkühlen, ohne dass die Preisblase platzen muss. Gleichzeitig können andere Bereiche der Wirtschaft mehr oder weniger ungehindert weiterarbeiten.

Würde im selben Szenario der Leitzins angehoben, verschlechterte dies zwar ebenfalls die Konditionen für Immobilienkredite; gleichzeitig würde dies aber auch andere Wirtschaftszweige stark beeinflussen. Im Optimalfall wird aber die Entstehung einer Immobilienblase frühzeitig durch eine proaktive makroprudenzielle Regulierung der Kreditvergabebedingungen sowie Kernkapitalquoten bei den Banken verhindert. Ein weiterer Vorteil: Die makroprudenzielle Aufsicht kann der geldpolitischen Steuerung mehr Handlungsspielraum verschaffen: Sind Zentralbanken aufgrund zunehmender Einzelsektor-Risiken gezwungen, beispielsweise die Leitzinsen zu senken, fördern sie damit auf der anderen Seite eventuell die Bildung einer Immobilienblase. Werden gleichzeitig auch die makroprudenziellen Maßnahmen verschärft, was dem systemischen Risiko einer Immobilienblase entgegenwirkt, können die Zentralbanker ein niedriges Leitzinsniveau zum Vorteil der Konjunkturentwicklung für einen längeren Zeitraum aufrechterhalten. Es gilt aber: Makroprudenzielle Maßnahmen sollten nicht isoliert betrachtet werden und immer Hand in Hand mit der Geldpolitik sowie der mikroprudenziellen Regulierung gehen.



### WAS IST EIGENTLICH?

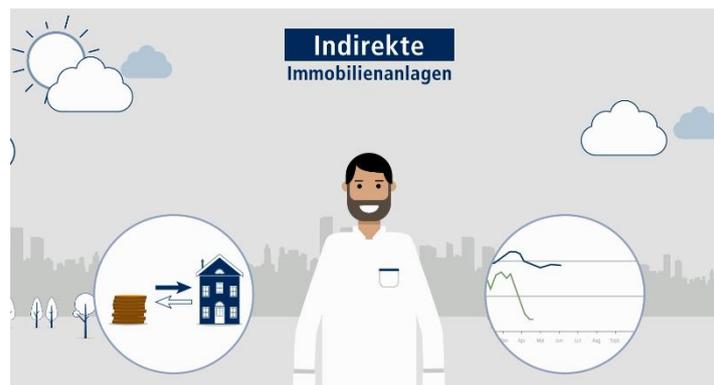
Michael Kopmann, DZ BANK & Simon Sahn, Union Investment

**Die Deutschen lieben Immobilien. Das liest man immer wieder. Tatsächlich wohnt aber nur etwa die Hälfte der Menschen hierzulande im eigenen Heim – Schlusslicht im europäischen Vergleich. Bei Anlegern indes sind Immobilien angesichts des rasanten Preisanstiegs der letzten Jahre stärker in den Fokus gerückt.**

### Die Anlageoptionen sind vielfältig

Für Anleger gibt es viele Möglichkeiten, in Immobilien zu investieren: direkt durch den Erwerb einer eigenen Immobilie oder indirekt – zum Beispiel über offene Immobilienfonds, Immobilienaktien oder REITs. Indirekte Immobilieninvestments ermöglichen die Teilhabe an der Entwicklung des Immobilienmarkts, ohne direkt für Vermietung, Reparaturen und Nebenkosten verantwortlich zu sein.

Gegenüber anderen Formen der indirekten Immobilienanlage zeichnen sich offene Immobilienfonds durch eine noch breitere Risikostreuung aus, weil sie grundsätzlich über viele Standorte, Objekte, Mieter, Gebäudegrößen und Nutzungsarten diversifiziert investieren.



**An dieser Stelle erscheint in der Onlineversion ein Film der Union Investment, der die Unterschiede der indirekten Immobilieninvestition erklärt:**

Ob privat oder institutionell: Für Anleger gibt es viele Möglichkeiten, in Immobilien zu investieren. Entweder direkt, durch den Erwerb einer eigenen Immobilie beziehungsweise Immobiliengesellschaft, oder indirekt, zum Beispiel über offene Immobilienfonds, wie sie beispielsweise Union Investment anbietet. Das spezifische Risiko einer Immobilienanlage lässt sich bei indirekten Anlagen mittels Fonds durch die damit verbundene Risikostreuung minimieren. Anleger profitieren dabei von Größe und Investmentexpertise der Fondsgesellschaft als professionellem Partner. Doch wie bei jeder Kapitalanlage sind auch indirekte Investments mit Risiken verbunden und weisen je nach Anlage Besonderheiten auf.

Doch wo liegen die Unterschiede?

Verschiedene Formen der indirekten Immobilienanlage ermöglichen es dem Anleger, unterschiedliche Strategien zu verfolgen, zum Beispiel ihre Anlage aktiv zu managen oder auf bestimmte Zyklen zu setzen. Geschlossene Fonds erwerben in der Regel nur ein oder wenige Objekte. Die Anleger erwerben dabei Gesellschaftsanteile des jeweiligen Fonds und tragen bei Gewinnen wie Verlusten das volle unternehmerische Risiko.

Bei REITs erfolgt das Investment in Immobilienaktien und unterliegt damit dem schwankenden Börsengeschehen. Auch Immobilien AGs investieren in eine Vielzahl von Immobilien. Sie weisen eine höhere Diversifikation als geschlossene Fonds auf, spezialisieren sich aber häufig geografisch oder in der Nutzungsart. Zudem unterliegen Immobilien AGs wie REITs grundsätzlich zusätzlich dem Börsenrisiko. Eine noch breitere Risikostreuung weisen offene Immobilienfonds auf. Es gibt sie als Spezialfonds, häufig auch als Themenfonds für einen festgelegten Kreis institutioneller Anleger. Oder als Publikumsfonds für einen breiten Anlegerkreis von Kleinanlegern oder Profiinvestoren. Da sie erfahrungsgemäß besonders schwankungsarm sind, eignen sie sich insbesondere für risikoscheue Anleger mit mittel- bis langfristigem Anlagehorizont. Viele bestehende offene Immobilienfonds fokussieren sich auf bestimmte Anlageregionen wie zum Beispiel Deutschland, Europa oder Global und mischen zur Abfederung geografischer Risiken andere Regionen bei. Die breite Streuung der Anlagen nach Nutzungsarten, Gebäudegrößen und Mieter, häufig auf über 50 nationale oder internationale Bürohäuser, Einkaufszentren, Hotels oder auch Lagerhallen verteilt, verleihen dem Produkt dabei die sprichwörtliche Stabilität. Wie bei allen indirekten Immobilienanlagen zählt für eine nachhaltig gute Ertragslage die Qualität der im Fonds enthaltenen Objekte. Dazu gehört ein professionelles Asset-Management, das sich um die Immobilie und die Mieter kümmert. Die Wahl der Immobilienanlage sollte daher unter sorgfältiger Abwägung der Chancen und Risiken erfolgen. Denn aus gutem Grund sind die Alternativen so breit gefächert.

**Offene Immobilienfonds sind nicht immer „offen“**

Bei Privatkunden sind insbesondere offene Immobilienfonds beliebt. Laut BVI (Bundesverband Investment und Asset Management e. V.) verwalten deutsche Fondsanbieter aktuell ein Anlagevermögen von insgesamt 92,3 Mrd. Euro in offenen Immobilienfonds. Die vier größten Anbieter haben zusammen einen Marktanteil von rund 93%.

Aufgrund ihrer hohen Wertstabilität und einer konservativen Risikoausrichtung sind offene Immobilienfonds gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld eine sehr beliebte Anlageform.

„Offen“ bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die Anteile jederzeit handelbar sind. Das heißt, der Anleger kann jederzeit investieren oder verkaufen. Buchstäblich „offen“ sind die Fonds jedoch nicht immer. Das liegt vor allem an der gegenwärtigen Marktphase, in der Anleger die Fondsanteile sehr gern erwerben, aber nur selten verkaufen möchten. Auch in außergewöhnlichen Krisenfällen kann es in Abstimmung mit den regulierenden Behörden sinnvoll sein, einen offenen Immobilienfonds vorübergehend zu schließen.

Wichtig ist an dieser Stelle die Abgrenzung zu „geschlossenen Immobilienfonds“. Dabei handelt es sich nämlich gerade nicht um einen „vorübergehend nicht geöffneten offenen Immobilienfonds“, sondern um eine von vornherein anders konzipierte Investition (siehe Film).

### **Freie Liquidität – auf das richtige Maß kommt es an**

Fondsmanager stehen vor der Herausforderung, den Anteil der freien Liquidität in einem offenen Immobilienfonds genau zu steuern, um eine stabile Rendite zu erzielen. Ein Beispiel: Wären die Fonds in der jetzigen Situation dauerhaft geöffnet, flösse übermäßig Anlegerkapital in die Produkte. Somit wären die Fondsanbieter nicht in der Lage, mit diesen Mitteln kurzfristig solche Immobilien zu erwerben, die den strengen Anlageprofilen der Fonds entsprechen. Eine zu hohe Liquidität belastet jedoch die Rendite, weil kaum Zinsertrag generiert werden kann.

Auf der anderen Seite wirkt eine zu geringe Liquidität negativ auf die Rendite. Große Mittelabflüsse in kurzer Zeit würden den Fondsmanager dazu zwingen, unter Zeitdruck Immobilien zu verkaufen. Damit eventuell verbundene Preisabschläge würden sich auch auf diejenigen Anteilseigner auswirken, die nicht verkaufen. Daher kam es zur Zeit der Finanzkrise vor etwa zehn Jahren zu diversen Schließungen „offener“ Immobilienfonds.

### **Fazit: Qualität und ein langer Atem zahlen sich aus**

Nur hochwertige Immobilien können auf lange Sicht einen positiven Wertbeitrag zum offenen Immobilienfonds leisten – und der Wettbewerb um genau diese Immobilien ist derzeit sehr stark. In Summe heißt das: Indem die offenen Immobilienfonds nur phasenweise für Neuanleger geöffnet werden, lässt sich die Liquidität im Fonds optimal steuern und die Fondsanleger haben unverwässert Teil an der insgesamt positiven Entwicklung auf den globalen Immobilienmärkten. In die Praxis umgesetzt bedeutet das: Offene Immobilienfonds werden genau dann geöffnet, wenn sich eine gute Perspektive abzeichnet, die neu eingesammelten Mittel kurzfristig in aussichtsreiche Immobilien zu investieren.



#### THINK-TANK

Torsten Hähn

**Das Jahr 2018 verlief aus Sicht eines Schwellenland-Anlegers nicht besonders erfreulich. Während die Wertentwicklung im Euro-Segment (gemessen am zentralen Index von JPMorgan) in den letzten fünf Jahren im Mittel bei 4,8% pro Jahr lag, so beträgt die Performance seit Jahresbeginn 2018 enttäuschende minus 2,4%.**

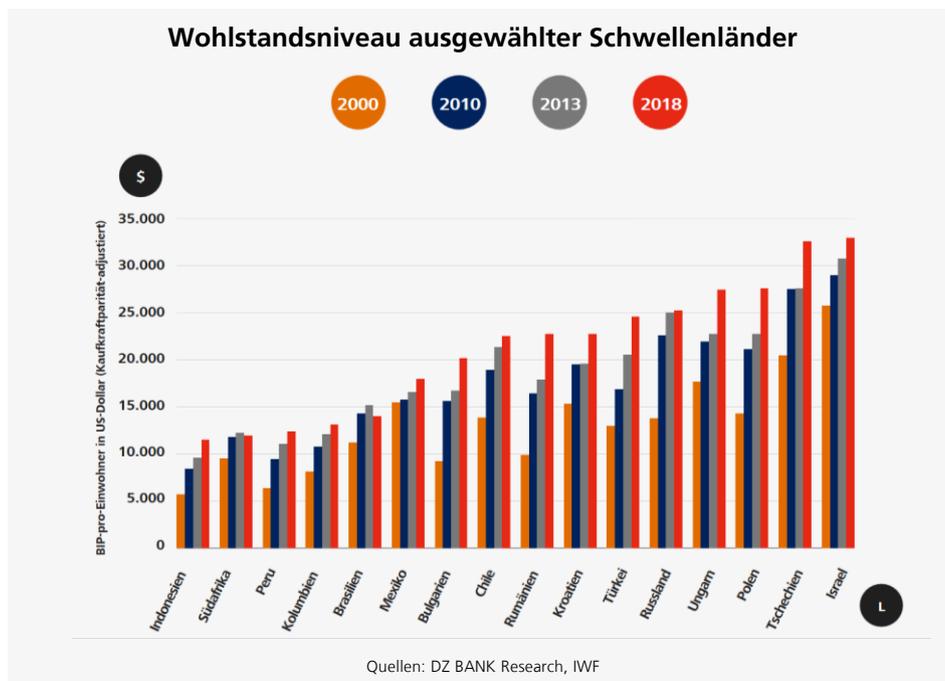
Allein die permanenten Einlassungen Donald Trumps zur globalen Handelsordnung hielten den Markt in Atem. Im August und September kam es dann zu einer besonders heißen Phase. Speziell die Türkei und Argentinien beziehungsweise deren Anleihen und Währungen standen unter starkem Druck. Beiden Ländern gemeinsam sind Schwächen in der externen Position, insbesondere existiert ein Missverhältnis von eigenen Devisenreserven und externem Finanzierungsbedarf. Dazu kamen innen- oder außenpolitische Querelen. Diese angespannte Situation warf die Frage auf, welche Ansteckungsgefahr von den betroffenen Ländern für andere Emerging Markets ausgeht oder ob es sogar zu einer umfassenden Schwellenländerkrise kommen kann.

#### Entscheidend ist der Blickwinkel

Die letzte umfassende Krise ging vor rund 20 Jahren mit beträchtlichen Problemen in Asien, Russland und Argentinien einher. Damals waren erhebliche Abwertungen der Landeswährungen, Sorgen um die Schuldentragfähigkeit und – speziell im Falle Argentiniens – auch Zahlungsausfälle und langwierige Umschuldungsverhandlungen für internationale Gläubiger die Folge. Die Frage, ob die Schwellenländer heute besser als damals aufgestellt sind, ist ebenso legitim wie komplex. Zunächst einmal hat sich das Umfeld geändert: Zu Zeiten der Asienkrise regierte in Washington noch Bill Clinton und die USA wirkten als ein verlässlicher Akteur der internationalen Politik. Mit US-Präsident Trump scheinen die Vereinigten Staaten an vielen Stellen eher Teil des Problems denn der Lösung zu sein. Dagegen hat der Internationale Währungsfonds (IWF), während der Asienkrise für seine Rolle vielfach kritisiert, heute mehr Erfahrung im Krisenmanagement und könnte – so bleibt zu hoffen – daher eine effektivere Hilfestellung geben. Definitiv geändert hat sich die Bedeutung Chinas innerhalb der Weltwirtschaft. Laut IWF-Zahlen ist die globale Wirtschaftsleistung des Landes von 7% auf über 17% gestiegen. Als weltgrößter Rohstoffkonsument und

wichtiger Handelspartner der Emerging Markets dürfte ein klarer Abschwung Chinas heute schärfere Implikationen haben als vor 20 Jahren. Aber Vergleiche über einen so langen Zeitraum drohen immer etwas zu hinken.

Ein Blick auf mögliche wirtschaftliche Aspekte und Kennzahlen kann aber etwas Licht ins Dunkel bringen. Die Ungleichgewichte, welche zur Asienkrise führten, wurden auch durch starre Wechselkursysteme begünstigt. Heute sind diese Systeme viel flexibler, wodurch sie externe Negativeinflüsse fließender abfedern können. Auch die Geldpolitik ist – zumindest in vielen Fällen – effektiver geworden und hat die Inflation im Laufe der letzten Dekaden besser in den Griff bekommen. Darüber hinaus gibt es Anzeichen, dass einige Länder ihr Schuldenmanagement in den letzten Jahren verfeinert haben. Zudem ist es im Grunde allen relevanten Schwellenländern gelungen, das Wohlstandsniveau (gemessen am BIP pro Einwohner) zu steigern – ein Zeichen für leistungsfähigere Volkswirtschaften. Dies wiederum ermöglicht den Staaten, die Besteuerungsbasis zu erweitern. Zudem dürfte das gestiegene Wohlstandsniveau auch einen Beleg für höherwertige Arbeitsplätze darstellen. Letztlich ist dies – bei aller möglichen Kritik – auch ein Indiz für die Erfolge der Wissens- und Kapitaltransfers im Rahmen der Globalisierung, zu der an dieser Stelle sicher auch der EU-Beitritt von acht osteuropäischen Emerging Markets gezählt werden darf. Abschließend offenbart ein langfristiger Vergleich der Ratingprofile der für uns relevanten Schwellenländer zudem, dass die überwiegende Zahl der Emerging Markets heute bessere Bonitätsnoten aufweist als zu Beginn der 2000er-Jahre.



### Totum pro parte gilt hier nicht

Insgesamt sind die Schwellenländer heute sicherlich besser aufgestellt als zu Zeiten der letzten großen EM-Krise. Es ist aber unabdingbar, den jeweiligen Einzelfall zu betrachten. So hätte es weder der Türkei noch Argentinien in diesem Jahr geholfen, auf die generelle Stabilisierung des Segments über die letzten 20 Jahre hinzuweisen. Umgekehrt wird jedoch der sprichwörtliche Schuh daraus: Es hilft dem Emerging-Markets-Segment, wenn es generell gefestigter ist und durch Turbulenzen in einzelnen Ländern nicht als Ganzes aus der Bahn geworfen wird. Krisen auf Länderebene werden immer wieder auftauchen und auch andere Länder in der Marktbeurteilung in Mitleidenschaft ziehen. So war es auch in diesem Sommer. Eine umfassende und undifferenzierte Krise ist aber ausgeblieben – auch das Resultat der in Summe über die letzten Jahre eher gefestigten Strukturen.

## Schwellenländer sind heute sicherlich besser aufgestellt als zu Zeiten der letzten großen EM-Krise.

### Sag niemals nie

Die Unruhe wegen der Handelsstreitigkeiten hält an und die US-Notenbank dürfte die Geldpolitik weiter straffen. Zudem existieren andere Brennpunkte, man denke nur an Italien oder den Brexit. Überdies schlagen mögliche Negativmeldungen aus dem Reich der Mitte heute viel höhere Wellen als früher. Wir gehen zwar davon aus, dass es bei dem Handelsstreit zu keiner Eskalation kommen wird und China in diesem und dem nächsten Jahr stabil mit 6,5% wachsen wird: Dennoch bleibt das Umfeld herausfordernd. Somit ist es nicht auszuschließen, dass einzelne Länder aufgrund einer schwachen externen Position oder aufgrund von politischen Fehlritten am Markt unter Druck geraten. Im Basisszenario rechnen wir jedoch damit, dass derartige Fälle weitgehend isoliert betrachtet und die Schwellenländer nicht als ein undifferenzierter Block am Markt behandelt würden. Die seit der letzten großen Krise in Summe verbesserte Verfassung der Emerging Markets sollte somit einen Schutzwall gegen eine umfassende Ansteckung und damit gegen eine breite Schwellenländerkrise bieten. Dennoch sind wir derzeit so positioniert, dass wir Anlegern auch 2019 vor allem raten, Titel aus dem Spektrum der von den Ratingagenturen höher eingestuften Staaten zu bevorzugen.

# So sind Menschen nun mal

## GLOSSE

Dr. Hans Jäckel

**Diogenes war, als er noch jünger war, auch mal berufstätig – unter anderem bei einer Bank. Jetzt liegt er vor seiner Tonne in der Sonne oder sitzt bei schlechtem Wetter im Kaffeehaus und lässt die Gedanken vorbeiziehen. Er sieht mit mildem Interesse die Nachrichten des Tages, die Aufreger-Themen der Woche und die Schlagwörter und Unwörter des Jahres kommen und gehen. Und das eine oder andere erscheint ihm von Interesse, sodass er sich ein paar Gedanken macht.**

Damit keine Missverständnisse entstehen: In seinem jetzigen Leben wohnt Diogenes natürlich nicht wirklich in einer Tonne in der Sonne. Er denkt zwar öfter mit Wehmut daran, dass das Leben damals viel einfacher war. Aber er weiß auch, dass das wahrscheinlich nicht stimmt. Und als weiser Mann findet er sich damit ab, dass so etwas heute sowieso nicht mehr geht. Nicht etwa aus Gründen der Bequemlichkeit – er kann trotz seines hohen Alters überall schlafen, und er liebt es immer noch, mit ganz kleinem Gepäck zu reisen. Aber sein Projekt „Wohntonne 2000“ hat er schon vor Jahren aufgegeben, weil es ihm zu kompliziert wurde. Die Wohnungsanzeigen in der Zeitung gaben nichts her. Die Immobilienmakler, bei denen er anfragte, erklärten sich für unzuständig. Also blieb als einzige Möglichkeit ein Neubau. Nach vielen Behördenbesuchen wurde ihm schließlich geraten, sich auf die Warteliste für einen Schrebergarten setzen zu lassen und dann den Antrag auf Abriss eines Gartenhäuschens inklusive Neuerrichtung einer mit den jeweiligen Bauvorschriften konformen Wohntonne zu stellen. Wohlwollende Prüfung des Antrags wurde zugesagt, aber da war Diogenes schon zu der Erkenntnis gelangt, dass er so dann doch nicht leben möchte. Er ist aber weiterhin neugierig zu erfahren, wie andere Menschen wohnen, und warum sie so wohnen, wie sie es tun.

Zum Beispiel wollen alle immer möglichst viel Platz – so viel, wie sie sich gerade noch leisten können. Nicht, weil sie viel in der Wohnung herumlaufen wollen. Denn der Platz wird immer schnell gefüllt mit allen möglichen Dingen, die man gar nicht mehr zur Kenntnis nimmt, außer wenn sie beim Hausputz zur Seite geschoben werden müssen.

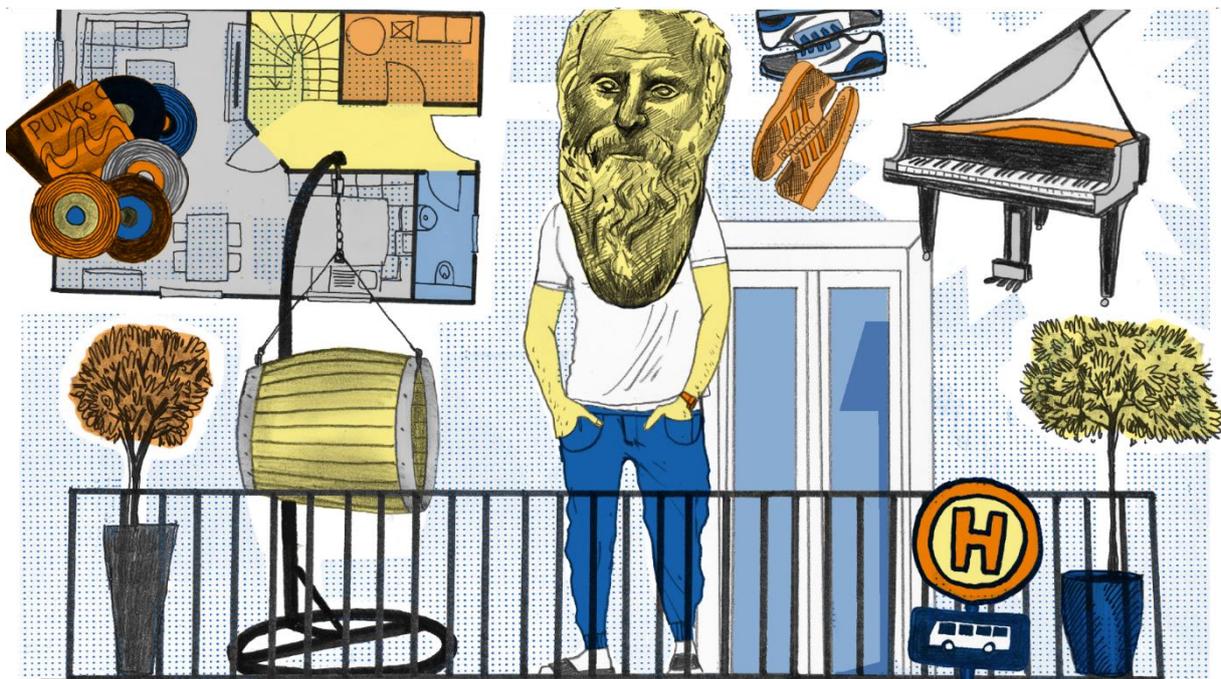
Außerdem wollen alle in einer guten Gegend wohnen, wo überwiegend Leute leben, die mindestens so sind wie sie selbst, lieber noch ein bisschen besser. Das wird dann natürlich teurer, und eine kleinere Wohnung muss reichen. Außerdem wollen sie mit diesen anderen Leuten nicht allzu viel zu tun haben. Je reicher das Viertel, desto höher die Mauern.

Und natürlich wollen alle möglichst schnell mit dem Auto oder öffentlichen Verkehrsmitteln zu ihrer Arbeitsstelle kommen können. Denn um sich die Wohnung leisten zu können, müssen sie ja viel arbeiten – manchmal so viel, dass sie kaum Zeit in ihrer Wohnung verbringen.

Alles ganz schön unlogisch, aber so sind die Menschen nun mal. Der Wohnungsmarkt macht sich mit der ihm eigenen Logik seinen Reim darauf. Wenn alle mehr Wohnfläche wollen, wird sie knapper und teurer. Wenn alle in guten Gegenden mit guter Verkehrsanbindung leben wollen, wird es dort noch knapper und teurer. Wer in einer Gegend mit hohen Wohnkosten und hohen Durchschnittseinkommen wohnt, aber wenig verdient, ist möglicherweise gezwungen wegzuziehen. Vielleicht in eine Region, wo es billiger ist, weil dort weniger Leute wohnen wollen; aber dann braucht er einen neuen Job, in dem er womöglich noch weniger verdient. Wenn in einer Gegend das Wohnen billiger wird und trotzdem keiner hinziehen will, sondern alle dort bleiben wollen, wo es knapp und teuer ist, dann ist auch der Markt am Ende seiner Möglichkeiten. Die Erwartungen richten sich dann an die Politik, aber da wird es schwierig, weswegen sich Diogenes dort lieber raushält.

Lieber schaut er sich weiter in der Welt um, ob nicht anderen Weltgegenden ein Mittel eingefallen ist, wie man mehr Menschen unterbringen kann, ohne dass es zu teuer wird. Zum Beispiel gibt es inzwischen nicht nur in Tokio „Kapsel-Hotels“. Das erinnert ihn an seine Tonne, deshalb wollte er es immer mal ausprobieren, aber dann wohl doch nur für eine Nacht. Für längere Zeit müsste es schon ein „Mikro-Apartment“ sein. Wenn das gut geschnitten ist, alles Nötige eingebaut – am besten große Fenster und noch ein Balkon (mit Aussicht) –, müsste das doch ein angenehmes Leben sein. Ach ja, gut schallisoliert müsste es auch sein, das Klavier muss reinpassen, und etwas Stauraum braucht man schon. Kann man da eigentlich auch Besuch empfangen, vielleicht sogar zur Übernachtung? Wie ist das mit Haustieren? Und mit Kindern?

Na ja, ist vielleicht doch nur etwas für Studenten und junge Singles, die keine Plattensammlung, keine Bibliothek und nur zwei Paar Schuhe haben. Diogenes lebt dann doch lieber in der Altbauwohnung in der Stadt, mit Südbalkon. Auf diesem Balkon steht eine Art Gartenschaukel mit einer ungewöhnlichen, runden Form. An der Seite hängt ein Zettel mit der Aufschrift „Tonne des Diogenes.“



# Impressum

## Herausgeber

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,  
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
Telefon : +49 69 7447 - 01  
Telefax : +49 69 7447 - 1685  
Homepage: [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)  
E-Mail: [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

## Vertreten durch den Vorstand

Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich  
Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens  
Generalbevollmächtigter: Uwe Fröhlich

## Sitz der Gesellschaft

Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

## Aufsicht

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

## Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

## Sicherungseinrichtungen

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:  
[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

## Verantwortlich für den Inhalt

Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft  
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2018  
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der  
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 13. Dezember 2018

## I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

### 1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

**Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden und Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

### 4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

4.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung** von **Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

4.2 **Eine Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag** der **Publikation**.

4.3 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.

4.4 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

### 5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

5.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) **eingesehen** und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

5.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

5.3 Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

5.4 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

5.5 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

### 6. Adressaten und Informationsquellen

#### 6.1 Adressaten

**Sonstige Research-Informationen** der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

#### 6.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

## II. RECHTLICHE HINWEISE

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚**Finanzanalyse**‘ bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚**accredited investors**‘, and / oder ‚**expert investors**‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als ‚**Sonstige Research-Information**‘ bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
- Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK 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 stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kursbewertungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
- Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
- Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
- Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfoliowalter tätig.

Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
- Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.