

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich

Research. Trends. Analysen.

#1

März 2019

Keine Angst vor dem „R-Wort“!

Eine wirtschaftliche Abkühlung hat auch ihr Gutes

Inhalt

AUSGABE #1 / 2019



IM FOKUS

Keine Angst vor dem „R-Wort“!

Eine wirtschaftliche Abkühlung hat auch ihr Gutes

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

In Lauerstellung

Märkte im Bann der Politik und in Sorge vor einer schwächelnden Konjunktur

Seite 9



ANLAGESTRATEGIE

Talblick mit Zuversicht

Wie Anleger sich auf eine Rezession vorbereiten können

Seite 12

Ein
„No-Deal-Brexit“
würde eine
Rezession auslösen

EXPERTEN-INTERVIEW

Mit Sonja Marten, Analystin und
Leiterin Devisenresearch der DZ BANK

Seite 15

B³

DZ BANK BLOG

Bestes aus Bielmeiers Blog

Seite 17



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Warten kann sich lohnen

Übernahmen in der Pharmabranche

Seite 20



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 24



WUSSTEN SIE SCHON?

Ja ist denn schon Rezession?

Warum die Weltwirtschaft auch
in der Krise wachsen kann

Seite 29



**WAS IST EIGENTLICH
eine „Rezession“?**

Ein Wegweiser durch den
Definitionsdschungel

Seite 32

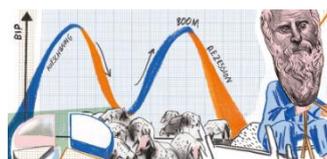


THINK-TANK

Neues Risiko, neues Spiel

Cyberattacken – ein lohnendes Geschäftsfeld
für Versicherer?

Seite 35



GLOSSE

Philosophen sind keine Ingenieure

Diogenes geht mit der Konjunktur

Seite 38

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 40

Müssen wir uns fürchten?

EDITORIAL

Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

die nächste Krise kommt bestimmt. Nur – steht sie schon unmittelbar bevor oder haben wir noch ein paar Jahre Zeit? Das scheint derzeit das zentrale Thema an den Kapitalmärkten zu sein, zumindest wenn man einen Blick in die Wirtschaftspresse wirft. Die Investoren an den Aktienbörsen haben offenbar keine klare Meinung, jedenfalls kennen die Kurse keine eindeutige Richtung. Während es in den letzten Wochen des alten Jahres noch kräftig bergabging, setzte zu Jahresbeginn 2019 eine beeindruckende Erholung ein.

Im neuen Friedrich möchten wir die in diesem Zusammenhang für den Anleger derzeit wohl wichtigsten Fragen beantworten: Müssen wir uns vor einer Rezession fürchten, oder besser gesagt: Wie groß ist das Risiko für einen wirtschaftlichen Einbruch derzeit? Und: Sollte es dazu kommen, dann ist es gut zu wissen, welche Folgen das an den Märkten wohl hätte. Es kann aus unserer Sicht nicht schaden, sich den derzeit so populären Begriff der „Rezession“ einmal etwas genauer vorzunehmen und zu fragen: Was ist damit eigentlich gemeint, besonders wenn noch Adjektive wie „global“ oder „technisch“ dazukommen?

In unserem Experten-Interview widmen wir uns dem Brexit, der zumindest in seiner „harten“ Variante ebenfalls Auslöser für eine Rezession in Europa sein könnte. Das magische Austrittsdatum, der 29. März 2019, rückt näher und wir möchten unsere Leser mit den aktuellsten Informationen rund um den anstehenden EU-Austritt Großbritanniens versorgen.

„Auf den Frühling folgt der Sommer, dann der Herbst und der Winter, und dann wird es wieder Frühling und Sommer.“ So sprach einst Peter Sellers als legendärer, aber sehr einfach gestrickter Garten- und vermeintlicher Wirtschaftsexperte Chauncey Gardiner im Filmklassiker „Willkommen, Mr. Chance“. Das war 1979. Und noch immer ist bei derartigen Natur-Wirtschaft-Analogien Vorsicht geboten, weil sie Sachverhalte stark vereinfachen. Aber eines ist sicher: Der strahlende Aufschwung erstreckt sich nun schon auf knapp zehn Jahre. Da ist es gewiss, dass auch wieder einmal Wolken aufziehen. Ein Grund zum Fürchten ist dies allerdings nicht. Viel eher bietet eine solche Phase die Möglichkeit, dass sich die Wirtschaftskräfte neu ordnen. In diesem Sinne möchten wir Ihnen, liebe Leserin, lieber Leser, fundierte Informationen zu den derzeit wichtigsten Anlegerthemen geben und wünschen Ihnen viel Spaß bei der Lektüre

Ihr Stefan Bielmeier
Chefvolkswirt



IM FOKUS

Dr. Michael Holstein, Economist

So schnell ändern sich die Zeiten: Vor rund einem Jahr war die größte Sorge der Ökonomen, dass die deutsche Wirtschaft überhitzen könnte. Seit einigen Wochen macht sich nun die Angst vor der Rezession breit. Ist sie gerechtfertigt?

Aktienkurse als Vorboten der Krise?

Für die Aktienmärkte war der Dezember 2018 ein regelrechter Horrormonat. Rund um den Globus sackten die Notierungen kräftig ab – aus der erhofften Jahresendrally wurde ein schmerzhafter Einbruch. Auf der Suche nach Gründen für die beunruhigenden Kursverluste wurden auf Händlerseite vielfach „Rezessionsängste“ genannt – das gefürchtete „R-Wort“ macht wieder die Runde.

Wenn die Wirtschaft in eine Rezession stürzt, ist das üblicherweise mit einbrechenden Unternehmensgewinnen und sinkenden Aktienkursen verbunden (siehe hierzu auch den Beitrag [„Anlagestrategie – Talblick mit Zuversicht“](#)). Allerdings muss nicht jede Korrektur am Aktienmarkt Vorbote einer Rezession sein. Die Kurse können auch kräftig fallen, ohne dass eine Wirtschaftskrise im Anzug ist. Der Ökonomie-Nobelpreisträger Paul Samuelson scherzte einst über die übertriebene Nervosität der Anleger: „Der Aktienmarkt prognostizierte neun der letzten fünf Rezessionen“.



Abschwung ja, Rezession nein

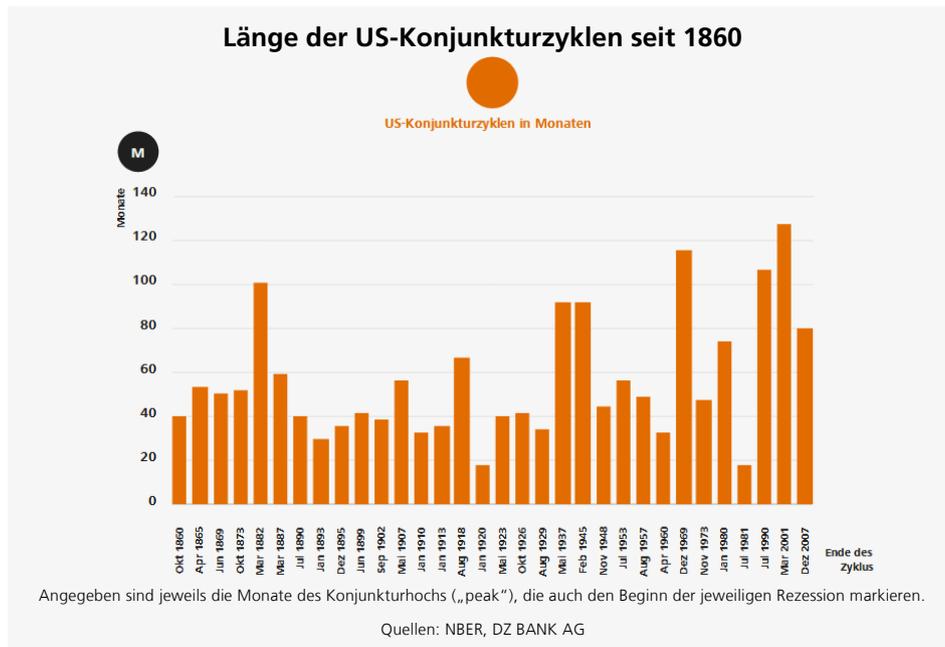
Die deutsche Wirtschaft befindet sich zweifellos in einer konjunkturellen Abschwungphase. Schon 2018 war die Wachstumsrate mit 1,4% deutlich niedriger als in den guten Vorjahren. Und sie wird 2019 aller Voraussicht nach noch weiter sinken. Derzeit gehen die meisten Prognostiker für das laufende Jahr von einem Wirtschaftswachstum von nur noch rund 1% aus.

Die Gründe für das nachlassende Wachstum sind leicht auszumachen. Die Weltwirtschaft wird in diesen Tagen durch eine ganze Reihe von Risiken belastet: Der Handelskonflikt zwischen den USA und China droht weiter zu eskalieren, für den bevorstehenden Brexit gibt es immer noch keinen Plan, und in Europa herrscht Zwietracht statt der notwendigen Einigkeit im Krisenmanagement. Dass die exportabhängige deutsche Wirtschaft – noch dazu von Sonderproblemen im Automobilsektor belastet – unter diesen Umständen an Schwung verliert, ist kein Wunder.

Neben diesen internationalen Belastungsfaktoren gibt es auch noch die Altersfrage: Kaum ein Aufschwung der Nachkriegszeit war so langlebig wie der aktuelle. Die Erholung dauert nun schon seit dem Frühjahr 2009 an, sie hat damit nach Auffassung einiger Experten das „Mindesthaltbarkeitsdatum“ für Konjunkturaufschwünge längst überschritten. Üblicherweise wird die durchschnittliche Dauer eines Konjunkturzyklus mit etwa acht Jahren angegeben. Demnach wäre die nächste Rezession eigentlich überfällig.

Gibt es den typischen Konjunkturzyklus überhaupt?

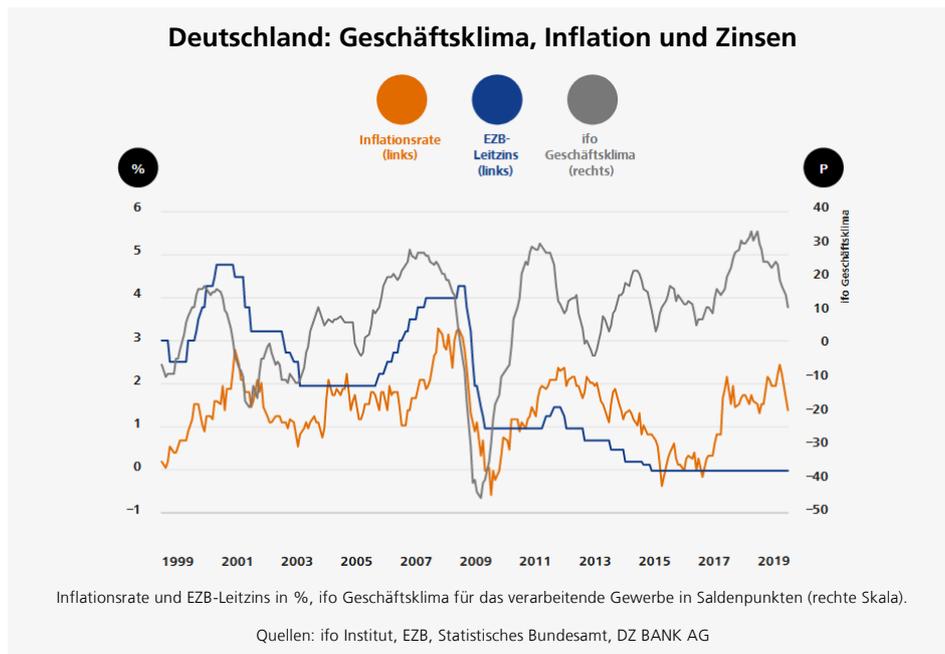
Dabei hat die lehrbuchhafte Vorstellung vom Konjunkturzyklus als regelmäßigem Auf und Ab der Wirtschaft den Praxistest eigentlich nie bestanden. Den typischen Konjunkturzyklus gibt es nämlich gar nicht. Kein Zyklus gleicht dem nächsten. Das verdeutlicht die Statistik des amerikanischen Wirtschaftsforschungsinstituts NBER: Demnach zählten die Forscher seit Mitte des 19. Jahrhunderts mehr als 30 Konjunkturzyklen in den USA, deren Länge zwischen eineinhalb und zehneinhalb Jahren lag. Sowohl der kürzeste als auch der längste dieser Zyklen vollzogen sich in den Jahren nach 1980, sind also relativ aktuelle Phänomene.



Trotz der sehr unterschiedlichen Dauer der Zyklen gibt es durchaus Gemeinsamkeiten, die sich beobachten lassen. Üblicherweise sind Konjunkturaufschwünge durch überdurchschnittliches Wachstum gekennzeichnet, die Beschäftigung steigt und die Auslastung der Kapazitäten zieht an. Allmählich werden dann Arbeitskräfte knapper und die Löhne steigen etwas schneller. Das wiederum treibt in der Spätphase des Aufschwungs die Inflationsrate an, was in der Folge die Zentralbanken auf den Plan ruft und zu Zinserhöhungen veranlasst. Der Aufschwung trägt also gewissermaßen die Saat der Rezession bereits in sich. In seiner Endphase macht die Überhitzung durch zu viel oder zu kräftiges Wachstum die schockhafte Abkühlung und damit die Rezession erforderlich.

Dieser Aufschwung ist (noch) gar nicht heißgelaufen

Betrachtet man die seit 2009 andauernde Konjunkturerholung vor diesem Hintergrund, so gibt es noch gar keinen Grund für eine erzwungene Abkühlung. Denn eine Überhitzung ist nicht zu erkennen. Zwar ist die Beschäftigung kräftig gestiegen und die Arbeitslosenquote ist so tief wie lange nicht mehr. Doch halten sich die Lohnsteigerungen weiterhin im üblichen Rahmen und die Inflationsrate ist – jedenfalls nach Meinung der EZB – eher zu niedrig als zu hoch. Kein Grund also für steigende Zinsen und ein erzwungenes Abkühlen der Wirtschaft.



Aus der zyklischen Dynamik heraus sind also die typischen Voraussetzungen für eine Rezession derzeit nicht gegeben. Weder in den Vereinigten Staaten noch in Deutschland läuft die Wirtschaft wirklich heiß. Das bedeutet natürlich nicht, dass es nicht doch zu einem wirtschaftlichen Einbruch kommen könnte.

Denn Wirtschaft ist zu 50% Psychologie, das sagte schon Altbundeskanzler Ludwig Erhard. Es ist also nie auszuschließen, dass die Angst vor der Rezession zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung wird: Wenn nur genügend Entscheider in den Unternehmen oder bei den privaten Haushalten daran glauben und sich mit ihren Ausgaben trotz eigentlich solider Aussichten schlagartig zurückhalten, kann es zu einem Einbruch der Nachfrage kommen.

Doch seit Anfang 2019 haben zumindest die Aktienmärkte bereits wieder gedreht. Auf einen der schlechtesten Dezember seit Menschengedenken folgte an der deutschen Börse der beste Jahresauftakt seit knapp 30 Jahren. Die Aktienanleger scheinen wieder einen etwas nüchterneren Blick auf die eigentlich solide fundamentale Lage zu werfen und neben den zweifellos vorhandenen Risiken auch die Chancen zu sehen. Mit Zinserhöhungen durch die Notenbanken ist jedenfalls bis auf Weiteres nicht zu rechnen.

**Kaum ein Aufschwung der
Nachkriegszeit war so
langlebig wie der aktuelle.**

Fazit

Das „R-Wort“ hat wieder Konjunktur, und wenn viele an eine Rezession glauben, dann kann sie auch tatsächlich kommen. Derzeit jedoch stehen die Zeichen eher auf eine willkommene wirtschaftliche Verlangsamung als auf einen rapiden Absturz. Das konjunkturelle Umfeld in Deutschland ist nach wie vor solide. Niedrige Arbeitslosigkeit, steigende Realeinkommen und ein Zinsniveau von nahe null bilden die Basis für ein weiterhin positives Wirtschaftswachstum in den Jahren 2019 und 2020.



MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Der deutsche Aktienmarkt ist fast euphorisch in das neue Jahr gestartet, zugegebenermaßen unterstützt von der Wall Street. Denn noch im Schlussquartal 2018 verzeichnete er starke Verluste – vor allem im Zuge politischer Unwägbarkeiten und zunehmender Konjunkturrisiken. Diese halten vorerst noch an, doch gibt es auch Anlass für Zuversicht.

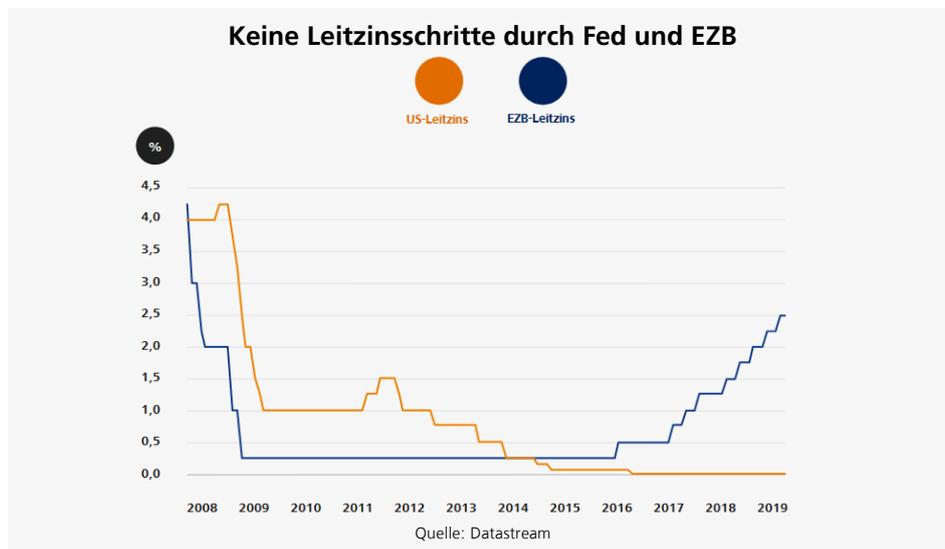
Am Aktienmarkt spricht einiges für Kursgewinne

Für den deutschen Leitindex war 2018 alles andere als ein ruhmvolles Jahr. Er verlor rund 18%. Umso erfreulicher ist der Wertzuwachs seit Jahresbeginn 2019: Der DAX hat rund 11% zugelegt. Während eher verhalten ausgefallene Konjunkturdaten aus der Eurozone die Aufwärtsbewegung bremsten, erwiesen sich die festere Wall Street und vor allem die abnehmenden politischen Risiken als Kurstreiber. An den Finanzmärkten ist inzwischen eine einvernehmliche Lösung im US-Handelskonflikt mit China weitgehend eingepreist. Sowohl Washington als auch Peking haben auf deutliche Fortschritte in den Verhandlungen hingewiesen. Am 27. März 2019 könnte es bei einem Gipfeltreffen zwischen dem chinesischen Staatschef Xi Jinping und Donald Trump zu einem großen Deal kommen. Für eine baldige Beilegung des Handelskonflikts sprechen das sich weiter abkühlende chinesische Wirtschaftswachstum und der Zeitungsumfragen zufolge wachsende innenpolitische Druck auf Donald Trump.

In Bezug auf den Brexit besteht die Möglichkeit eines ungeordneten Ausstiegs Großbritanniens aus der EU weiter, nachdem ein planmäßiges Ausscheiden MIT Vertrag im britischen Parlament erneut abgelehnt wurde. Auch die zuletzt wahrscheinlicher gewordene Verschiebung des Brexits wirft mehr Fragen auf als sie beantworten würde. So hatte die britische Premierministerin Theresa May zwar ihre grundlegend ablehnende Haltung gegenüber einer Verschiebung des Brexits aufgegeben, ihre Skepsis bezüglich der Sinnhaftigkeit aber erneut betont. Für die Kapitalmärkte wäre alles, was einen ungeordneten Austritt abwendet, positiv zu werten.

Wirtschaftswachstum in Europa sollte sich leicht erholen

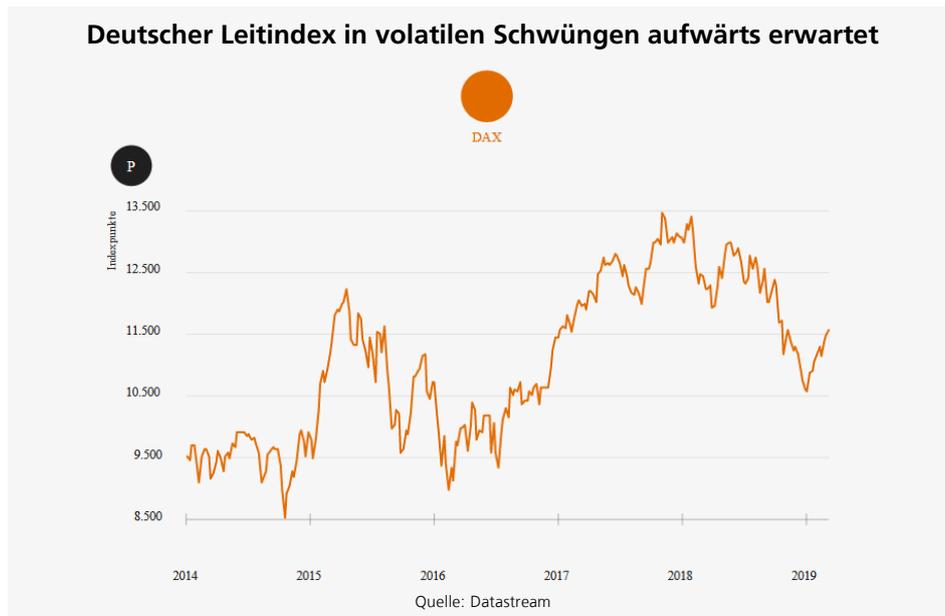
Sofern die politischen Unwägbarkeiten weiter abklingen, dürfte sich auch das Wirtschaftswachstum in Europa im Jahresverlauf wieder leicht erholen. Die USA werden 2019 zwar stärker als Europa wachsen, eine Rezession wird auf dem alten Kontinent aber wohl vermieden werden können. Für Deutschland prognostizieren wir für dieses Jahr einen BIP-Zuwachs um 1,0% nach 1,4% im Vorjahr. Das sich allmählich wieder erholende Wirtschaftswachstum wird auch die Basis für noch etwas steigende Unternehmensgewinne in der Eurozone legen. Für die Unternehmen des Euro Stoxx 50 unterstellen wir in einem herausfordernden Umfeld in diesem Jahr ein Gewinnwachstum von 5%, während der Konsens von knapp 10% ausgeht.



Unterstützung auch vonseiten der Zentralbanken

Auch durch die weiterhin expansive EZB- und US-Geldpolitik dürften die Aktienmärkte Unterstützung erfahren. Das Zeitfenster für eine Zinsanhebung der EZB hat sich unseres Erachtens geschlossen – in Anbetracht der verhaltenen konjunkturellen Entwicklung, der politischen Unsicherheiten und der Entspannung an der Inflationsfront. So dürfte der im Vorjahresvergleich spürbar gesunkene Ölpreis den zwischenzeitlichen Ausflug der Inflationsrate über die Marke von 2% erst einmal beendet haben. Im Januar hat bereits die US-Notenbank einen vorsichtigeren geldpolitischen Kurs für 2019 angekündigt. Die Märkte erwarten

mehrheitlich – wir ebenso –, dass im Laufe 2019 keine weiteren US-Zinsanhebungen folgen. Diese Kursänderung der Fed dürfte auch in den wichtigsten Schwellenländern für weitere Erholung sorgen, die durch die im Jahr 2018 gestiegenen US-Renditen ins Stocken geraten waren. Die Zinsen auf Staatsanleihen mit langer Laufzeit werden auf Sicht von drei Monaten in den USA und in der Eurozone kaum ansteigen. Somit dürfte die relative Vorteilhaftigkeit der Aktien als Assetklasse im Vergleich zu Anleihen erhalten bleiben. Gemessen am für 2019 erwarteten Kurs-Gewinn-Verhältnis im historischen Vergleich ist die Bewertung des deutschen und des europäischen Aktienmarkts niedrig.



Wir gehen davon aus, dass der DAX – allerdings in volatilen Schwüngen – aufwärts tendiert und im weiteren Jahresverlauf Kurs auf die 12.000-Punkte-Marke nimmt. Rückenwind sollte er hierbei auch vonseiten der US-Leitbörsen erhalten. So dürfte der S&P 500 zum Jahresende bei 3.000 Punkten stehen. Demgegenüber hält die „Rendite-Tristesse“ am Euro-Rentenmarkt an: Bundesanleihen mit Laufzeiten von weniger als neun Jahren werfen überhaupt keine positive Rendite ab, die zehnjährige Laufzeit verspricht derzeit eine nominale Verzinsung von gerade einmal 0,10%.



Talblick mit Zuversicht

Wie Anleger sich auf eine Rezession vorbereiten können

ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

Seit 1973 gab es in Deutschland fünf Rezessionen: in den Jahren 1974/75, 1981/82, 1992/93, 2002/03 und 2008/09. Welche Auswirkungen hatten diese auf die Aktienmärkte? Und können wir daraus Lehren ziehen, ob und wie sich Anleger auf die nächste Rezession vorbereiten können?

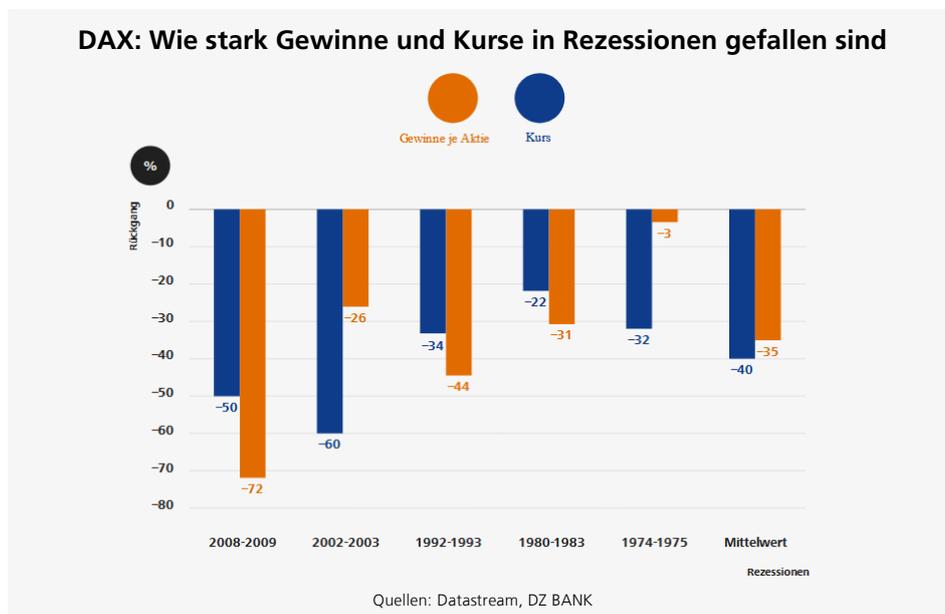
Rückrechnung historischer Kurs- und Gewinnbewegungen des DAX

Um diese Fragen zu klären, haben wir untersucht, wie stark die Unternehmensgewinne der DAX-Gesellschaften während der vergangenen wirtschaftlichen Schrumpfungsphasen fielen. Als Grundlage dienten uns Daten des Anbieters Datastream, der den DAX (Indexauflegung: 1988) mit Kurs- und Gewinnreihen bis zum Jahr 1973 zurückgerechnet hat. Aus dieser Analyse kann eine grobe Schlussfolgerung gezogen werden, inwieweit eine Rezession am Aktienmarkt nach einem Kursverlust des DAX von in der Spitze 25% zwischen Januar und Dezember 2018 eingepreist war. Grob deshalb, weil sich die Struktur der deutschen Volkswirtschaft seit den 1970er-Jahren kontinuierlich geändert hat. Auch die Zusammensetzung des DAX hat sich gewandelt. So ist heute das Exportgeschäft der DAX-Gesellschaften wesentlich wichtiger als noch vor zehn oder 20 Jahren: Knapp 70% der Umsatzerlöse der 30 größten deutschen Unternehmen werden im Exportgeschäft erzielt. Gleichzeitig wird deutlich mehr importiert. Das heißt, der Offenheitsgrad der DAX-Gesellschaften ist größer geworden. Somit spielt die Konjunkturerwicklung allein in Deutschland eine untergeordnete Rolle. Insgesamt sind die deutschen Unternehmen wegen der größeren Öffnung für weltweite Konjunkturschwankungen tendenziell anfälliger geworden. Auf der anderen Seite sind die betriebswirtschaftlichen Abläufe innerhalb der Unternehmen heute viel stärker optimiert als früher, Angebots- und Nachfrageschwankungen können wesentlich besser ausgesteuert werden.



Ergebnisse geben nur eine grobe Einschätzung

Bei dieser einfachen Betrachtungsmethode bleiben jedoch zahlreiche externe Parameter unberücksichtigt. Ein Kritikpunkt ist die Fokussierung auf einzelne Extremkurse, wie der Tiefkurs des DAX am 12. März 2009. Zudem wird die Verzinsung von Anlagealternativen nicht beachtet. Außen vor bleiben auch politische und andere externe Ereignisse zu dieser Zeit (zum Beispiel das 9/11-Attentat), genauso wie die Ausgangslage der Aktienmärkte hinsichtlich Bewertung (zum Beispiel die Überbewertung nach der Dotcom-Blase) und Marktstimmung sowie die wesentlich höhere Liquidität im Handel, auch im computergesteuerten Bereich. Letztlich ist dadurch nur eine Annäherung möglich.



Was zeigen also die Ergebnisse? Während der vergangenen fünf Rezessionen fielen die Kurse des DAX vom lokalen Hoch vor der eigentlichen Rezession bis zum tiefsten Kurs durchschnittlich um 40%. Die Unternehmensgewinne fielen vom Hoch zum Tief im Schnitt um 35%. Verglichen mit der aktuellen Situation (DAX-Hoch bei 13.572 Punkten im Januar 2018) wäre beim DAX eine Rezession bei rund 8.100 Punkten eingetreten und die DAX-Unternehmensgewinne könnten bis auf 680 Indizeinheiten (aktuell: 1.050) fallen.

Plausibilitätscheck „Kurs-Buchwert unter 1“ liefert ähnliches Ergebnis

Ergeben diese Zahlen einen Sinn? Zur Plausibilisierung ist es hilfreich, einen Blick auf die Größe Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis (KBV) zu werfen. Während der vergangenen Rezessionen war die Börsenstimmung im Tief so schlecht, dass der DAX jeweils mit einem Abschlag zum Wert des bilanziellen Eigenkapitals gehandelt wurde, was das KBV unter eins drückte. Mit anderen Worten: Der Substanzwert der DAX-Unternehmen wurde als werthaltiger angesehen als der Wert zukünftiger freier Mittelzuflüsse. Dies ist eine durchaus nachvollziehbare Einschätzung, wenn man denkt, die Welt stünde zumindest volkswirtschaftlich vor dem Ende, wie beispielsweise während der Finanzkrise 2008/09. Heute liegt der Buchwert des DAX laut Bloomberg-Schätzungen bei 7.800 Punkten, also nicht sehr weit entfernt von den errechneten Ergebnissen, basierend auf historischen Kurs- und Gewinnzeitreihen.

Im Ergebnis zeigt sich, dass ungefähr in einem Bereich zwischen 7.800 und 8.100 Punkten im DAX eine Rezession eingepreist wäre. Der DAX würde vom heutigen Niveau aus also nochmal deutlich fallen, sollte es zu einer Rezession kommen. Für wahrscheinlich erachten wir ein solches Szenario aber weiterhin nicht.

Wie sollten sich Aktienanleger in der aktuellen Phase positionieren?

Diverse Indikatoren zeigen an, dass wir uns in einer späten Phase des Konjunkturzyklus befinden. In dieser reift typischerweise das Wirtschaftswachstum, der Inflationsdruck nimmt zu und die Zinskurve kann flach oder invers werden, wie es aktuell in den USA zu beobachten ist. Schließlich schrumpft die Wirtschaft und gerät in eine Rezession, wobei die Geldpolitik von einer Straffung zur Entspannung übergeht (siehe hierzu auch den Beitrag „Was ist eigentlich eine „Rezession“?“).

In der spätzyklischen Phase entwickeln sich Aktien von weniger konjunktursensiblen oder defensiven Unternehmen in der Regel besser als zyklisch geprägte Titel – insbesondere kurz vor und nach Eintritt in die Rezession. Dies liegt zum einen daran, dass die Gewinne der defensiven Unternehmen in einer Rezession weniger stark einbrechen als die der zyklischen Titel; zum anderen fragen viele Anleger im Wirtschaftsabschwung verstärkt defensive Werte nach. Die Vorliebe der Investoren für defensive Aktien hat sich jüngst intensiviert: Seit Ende Januar zeigen diese in Europa gegenüber zyklischen Titeln eine bessere Kursentwicklung.

Fazit

In dieser spätzyklischen Phase ist es sinnvoll, dass Aktienanleger vorsichtiger an die Finanzmärkte herangehen, aber gleichzeitig noch an einer wachstumsfreundlichen Haltung festhalten, um Chancen nicht zu verpassen. Wir sind auch der Meinung, dass es für Investoren die Möglichkeit gibt, ihre risikoadjustierten Renditen über den Rest des Zyklus hinweg zu erhöhen, indem sie ertragsbringende Alternativen aus dem Aktienbereich in ihre Portfolios aufnehmen. Dazu gehört ein verstärkter Fokus auf globale Titel, insbesondere aber auch Dividendenwerte. Jedoch nicht die mit der höchsten Rendite sollten den Weg in ein Portfolio finden, sondern diejenigen mit der attraktivsten Kombination aus nachhaltiger Dividende, Bewertung, Geschäftsmodell und Bilanzqualität (vgl. DZ BANK Dividendenaristokraten). Während der Konjunkturabschwünge seit 1970 wurden die Dividendenausschüttungen in Deutschland durchschnittlich um ein Viertel gekürzt. Somit waren die Dividenden deutlich stabiler als die Gewinne der Unternehmen, die in Rezessionen um rund 44% sanken.

Allerdings sind defensive Aktien mit höherer Dividende angesichts der anhaltenden Suche nach Renditequellen in diesem Zyklus bisher ungewöhnlich teuer geblieben. Deshalb bietet es sich kurzfristig noch an, auch auf Unternehmen mit starkem säkularem Ertragswachstum zu setzen, unter anderem im Pharma- und Gesundheitssektor. Dieser Sektor war in den letzten Jahren nicht sonderlich beliebt, zeigt auf globaler Ebene eine niedrigere Bewertung als klassisch defensive Sektoren wie Nahrungsmittel und besitzt außerdem hohe Markteintrittsbarrieren. Zusätzlich empfiehlt es sich angesichts einer potenziell anziehenden Inflation, Engagements in niedrig bewertete Unternehmen im Energie- oder Versicherungssektor zu erhöhen. Diese bieten eine starke Widerstandskraft gegen eine schwache Konjunkturentwicklung.

Ein „No-Deal-Brexit“ würde eine Rezession auslösen.

EXPERTEN-INTERVIEW

Interview (vom 6. März 2019) mit Sonja Marten, Analystin und Leiterin Devisenresearch der DZ BANK

Der Ausgang der Abstimmungen und Verhandlungen zum Brexit sind kaum seriös vorhersagbar. Insofern müssen wir uns wohl oder übel der Frage stellen, welche Implikationen ein ungeordneter No-Deal-Brexit hätte, auch wenn wir ihn nicht für wahrscheinlich halten. Sonja Marten erklärt, was passieren würde und warum ein Aufschub nicht viel bringt.

Friedrich: Welche Probleme würde ein „No-Deal-Brexit“ verursachen?

Sonja Marten: Das größte Problem in Großbritannien derzeit ist natürlich die Debatte darüber, ob die Briten im schlimmsten Fall ohne einen Austrittsvertrag aus der EU austreten werden. Das Risiko besteht natürlich derzeit. Es verbleiben nur noch wenige Wochen bis zum offiziellen Austrittstermin am 29. März und nach wie vor ist keine Einigung im Parlament in Sicht. Das Problem mit diesem sogenannten No-Deal-Szenario, in dem man keinen Scheidungsvertrag mit der EU unterschreibt, ist, dass die Briten völlig ungeordnet aus der EU austreten würden. Das heißt, viele Dinge, die in diesem Vertrag geregelt sind, wären dann wieder vollkommen offen. Das betrifft unter anderem die Rechte von EU-Bürgern in Großbritannien und umgekehrt. Das betrifft sicherlich auch die Hoheitsgewalt des Europäischen Gerichtshofs. Das betrifft aber eben auch ganz wichtige Fragen wie den Handel und auch die sogenannte Übergangsfrist. Das heißt: Derzeit ist vorgesehen, dass die Briten bis Ende 2020 quasi Mitglied der EU bleiben, was den Handel betrifft. Das wäre dann auch hinfällig. Und natürlich bliebe auch die irische Grenzfrage ungelöst. Und deswegen ist die Sorge davor, welche Wirkungen das auf die Wirtschaft hätte, sehr, sehr groß derzeit.

Friedrich: Was bringt es, den Brexit zu verschieben?

Sonja Marten: Derzeit wird viel darüber spekuliert, ob der Brexit eventuell aufgeschoben werden kann. Das heißt, dass die britische Regierung die EU darum bitten würde, den Austrittstermin, den 29. März, um einige Zeit nach hinten zu verschieben. Am wahrscheinlichsten gilt derzeit ein Aufschub um drei Monate. Man würde dann also den Austrittstermin auf Ende Juni verschieben und hätte sich damit mehr Zeit gekauft. Derzeit sieht es tatsächlich danach aus, als wäre die EU bereit, den Briten dieses Entgegenkommen zu zeigen. Allerdings vollkommen offen, was in dieser Zeit überhaupt geschehen soll. Denn man hat ja nun zwei Jahre lang verhandelt und man ist sich vollkommen uneins, wie es weitergehen soll. Daran dürfte sich auch in dem Zwei-/Dreimonatszeitraum nicht wirklich viel ändern. Von daher gesehen: Ein Aufschub bringt den Briten nicht besonders viel, und eine Einigung ist deswegen immer noch nicht erreicht. Zumal das große Problem besteht, dass Ende Mai die europäischen Parlamentswahlen stattfinden, an denen die Briten eigentlich nicht mehr teilnehmen dürften. Und auch das könnte durch einen Aufschub zu großen Problemen führen.

Friedrich: Wie geht es jetzt weiter?

Sonja Marten: Derzeit gehen wir davon aus, dass das wahrscheinlichste Szenario ein Aufschub des Brexit-Termins ist. Das bedeutet, dass man die EU um ungefähr drei Monate Aufschub bittet und dann eben weitere Zeit hat, um neu zu verhandeln beziehungsweise auch intern nochmal nach einer Einigung im britischen Parlament suchen kann. Dann ist aber das Ende der Fahnenstange erreicht. Dass es einen zweiten Aufschub über den Ende-Juno-Termin hinaus gibt, halten wir für extrem unwahrscheinlich. Das heißt, spätestens dann muss eine Entscheidung getroffen werden. Wir hoffen nach wie vor darauf, dass kühlere Köpfe letztendlich dominieren werden. Dass man sich im Parlament auf einen Vertrag einigen kann und dass man dann einen geordneten Austritt aus der EU machen kann, der diese schwerwiegenden wirtschaftlichen Konsequenzen, die ein ungeordneter Brexit hätte, nämlich eine Rezession in Großbritannien über Jahre hinweg, dass man das dann verhindern kann.

B³

Bestes aus Bielmeiers Blog

DZ BANK BLOG

**Im Internet finden Sie den Experten-Blog unter www.bielmeiersblog.dzbank.de.
Als App können Sie sich Bielmeiers Blog für alle gängigen mobilen Endgeräte herunterladen.**

1. Brexit: Doch noch ein zweites Referendum (vom 26. Februar 2019)

Nach langem Zaudern hat sich Jeremy Corbyn, Chef der Labourpartei, gestern öffentlich für ein zweites Referendum ausgesprochen. Seine Entscheidung entspringt dabei nicht so sehr seiner politischen Überzeugung, sondern dürfte vor allem strategischem Kalkül geschuldet sein: Nachdem mehrere Labour-Abgeordnete die Partei verlassen und die „Independent Group“ (TIG) gegründet haben, lastete enormer Handlungsdruck auf Corbyn, seine Partei erneut zu einen. Dass seine Unterstützung für ein zweites Referendum jedoch der erhoffte Befreiungsschlag wird, darf bezweifelt werden.

Zum einen muss Corbyn sich nun mit den Labour-Abgeordneten auseinandersetzen, deren Wahlkreise im Referendum einen Austritt aus der EU befürwortet hatten. 2016 betraf dies immerhin 72 Abgeordnete der Partei. Wenngleich viele der betroffenen Wahlkreise laut Umfragen mittlerweile in das Remain-Lager übergelaufen sind, gibt es immer noch eine signifikante Anzahl an Labour-Abgeordneten (derzeitige Schätzungen belaufen sich auf 25), die ihrer Parteispitze die Gefolgschaft verweigern werden, wenn es um ein zweites Referendum geht. 25 mag auf den ersten Blick zwar nicht viel erscheinen, angesichts der Tatsache, dass Labour „nur“ 257 Sitze im Parlament hält, ist jedoch jede Stimme kritisch.

Das zweite Problem, mit dem sich Corbyn auseinandersetzen muss, ist die Formulierung der Fragestellung in einem Referendum. Sicher ist bislang nur, dass ein „No-Deal“ Brexit ausgeschlossen und die Option, den EU-Austritt ganz abzusagen, gegeben werden sollen. Laut aktuellen Medienberichten schwebt der Labour-Parteispitze derzeit eine Wahl zwischen dem Verbleib in der EU und einem „glaubwürdigen Austrittsvertrag“ vor. Völlig unklar ist jedoch, wie ein solcher Vertrag aussehen und vor allem, wer ihn verhandeln soll. Solange Theresa May Premierministerin ist (und derzeit gibt es keine Anzeichen, dass sich daran kurzfristig etwas ändern wird), gilt der von ihr ausgehandelte Vertrag – den Labour allerdings klar ablehnt. Und die EU wird sich kaum auf „Schattenverhandlungen“ mit Corbyn einlassen, um einen Alternativ-Vertrag auszuhandeln, der dann im Referendum zur Wahl gestellt werden könnte.

Die Wahrscheinlichkeit, dass es über Umwege doch noch zu einem zweiten Referendum kommt, ist nach dem Kurswechsel von Jeremy Corbyn sicherlich gestiegen. Als sehr wahrscheinlich erachten wir dieses Szenario jedoch weiterhin nicht. Im Gegenteil: die Angst vor einem zweiten Referendum könnte die Brexit-Hardliner in Mays Partei endlich auf ihre Seite bringen.

2. USA: Wie geht es mit der Staatsverschuldung weiter? (vom 7. März 2019)

Es ist mal wieder so weit – der Finanzminister der Vereinigten Staaten arbeitet mit „außerordentlichen Maßnahmen“, um seinen Verbindlichkeiten nachzukommen. Gleichzeitig hofft er, dass der Kongress möglichst bald die Schuldenobergrenze anhebt oder weiter aussetzt. Müssen wir damit rechnen, dass es jetzt zu einem mehrmonatigen politischen Tauziehen beim Thema „Schuldenobergrenze“ kommt? Schätzungen zufolge kann die Zahlungsfähigkeit der größten Volkswirtschaft der Welt durch kreatives Haushaltsmanagement maximal noch bis zum Ende des Fiskaljahres, also noch für sechs Monate, gewährleistet werden.

Wegen der verhärteten innenpolitischen Fronten könnte man erneut eine anhaltende Auseinandersetzung erwarten. Erst zu Jahresbeginn war es zu einer mehrwöchigen Schließung von einigen Bundesbehörden gekommen, als beim Bundeshaushalt für das laufende Jahr keine Einigung erzielt werden konnte. Darüber hinaus ist die Eskalation beim Thema „Migration und Mauerbau“ zuletzt von Präsident Trump noch durch die Ausrufung des Notstandes auf die Spitze getrieben worden.

Nach unserer Einschätzung ist bei der Finanzpolitik, anders als beim Thema „Mauerbau“, eher nicht mit einer politischen Eskalation zu rechnen. Denn so uneinig sich die demokratische und die republikanische Partei bei fast allen Themen sind, die wachsende und inzwischen enorm hohe Staatsverschuldung sieht derzeit keine der beiden Parteien als ein ernsthaftes Problem an. Trotz des inzwischen stattlichen Schuldenstandes von rund 22 Billionen US-Dollar ist in den nächsten Wochen im Kongress mit einer lautlosen Entscheidung zu rechnen, die die Zahlungsfähigkeit der US-Regierung vermutlich bis nach den Präsidentschaftswahlen im November 2020 sicherstellt. Daran wird auch die Tatsache nichts ändern, dass die Staatsschulden die jährliche Wirtschaftsleistung der USA bereits um rund 6% überschreiten. Dieses Bild zeigt sich zumindest gemäß den europäischen, den sogenannten Maastricht-Kriterien.

Für das fiskalpolitische Prozedere in den kommenden Wochen gibt es mehrere Möglichkeiten. Zum einen könnte die Schuldenobergrenze weiterhin ausgesetzt bleiben. In diesem Fall halten wir eine Frist bis nach der nächsten Kongress- und Präsidentschaftswahl für die wahrscheinlichste Lösung, es kann aber auch zu einer zeitlich kürzeren Lösung kommen. Zuletzt hatte der Kongress im Februar 2018 die Obergrenze, die eigentlich die Aufnahme von neuen Krediten begrenzen soll, für die Dauer eines Jahres ausgesetzt. Bereits damals war das Erreichen des „debt ceilings“ kein großes politisches Ereignis mehr gewesen. Zwischenzeitlich hat die Partei des Präsidenten zwar die Mehrheit im Repräsentantenhaus verloren, aber die Demokraten sind seit jeher nicht als Verfechter einer strikten Fiskaldisziplin bekannt.

Sollte sich der Kongress entgegen unseren Erwartungen nicht auf eine Verlängerung der Aussetzung einigen, wird die Obergrenze wohl angehoben. Das Niveau dürfte dann so hoch gewählt werden, dass die Zahlungsfähigkeit ebenfalls bis Ende 2020 gewährleistet ist. Dieser Weg würde allerdings ein engeres Korsett für die Ausgabenfreude der Parlamentarier bedeuten, denn die Höhe würde aufgrund der geltenden Ausgaben- und Einnahmenpläne abgeschätzt werden.

Unterm Strich dürfte sich in den nächsten Wochen einmal mehr bestätigen, dass die Wirksamkeit der Schuldenobergrenze nahezu null ist. Dies liegt vor allem daran, dass sich das Parlament quasi selbst kontrolliert. Und Wählerstimmen lassen sich in den seltensten Fällen mit der Warnung vor einer hohen Staatsverschuldung gewinnen. Letztlich ist beim fiskalischen Ausblick für die USA mit keiner Richtungsänderung zu rechnen, die Staatsschulden klettern weiter aufwärts. Das Congressional Budget Office (CBO), eine unabhängige Kongressbehörde, geht davon aus, dass sich die jährliche Lücke im Bundeshaushalt in den nächsten Jahren eher etwas vergrößern wird, anstatt zu schrumpfen. Auch beim Verschuldungsgrad ist deshalb nicht mit einem Rückgang zu rechnen.

3. Sind die Aktienmärkte stürmischer geworden? (vom 8. März 2019)

Viele Marktteilnehmer sind der Meinung, die Kursbewegungen am Aktienmarkt seien stürmischer geworden. Es werden keine lang anhaltenden Sturmphasen empfunden, vielmehr sind es kurze und kräftige Wirbelstürme, die, um im Wortbild zu bleiben, die Märkte regelmäßig durcheinanderwirbeln. Kann die Empirie, das heißt der Blick auf die Kursbewegungen der Vergangenheit, diese Einschätzung bestätigen?

Zur Beantwortung dieser Frage haben wir uns die Verteilung der täglichen Kursschwankungen im DAX zwischen 1965 und heute angeschaut. Das Ergebnis zeigt, dass sich zu 78% der Zeit die Kurse in einem „normalen“ Schwankungsfenster der Tagesrenditen zwischen $-1,2\%$ bis $+1,2\%$ (für Freunde der Statistik: plus / minus eine Standardabweichung) bewegt haben. So weit, so gut.

Diese Daten erzählen jedoch nicht die ganze Geschichte. Kapitalmarktforscher haben festgestellt, dass es Anomalien bei den Renditedaten gibt, wie zum Beispiel extrem positive und negative Tagesrenditen. Diese sind in der Statistik die sogenannten „Fat Tails“, also die dicken Enden in Verteilungsfunktionen. Sie beschreiben höchst seltene und starke Kursausreißer. Wir haben diese Ausreißer als täglichen Kursgewinn beziehungsweise -verlust jenseits von fünf Standardabweichungen (englisch „Five Sigma“; nicht zu verwechseln mit dem Managementtool „Six Sigma“ von General Electric) definiert. Dies entspricht einer Tagesbewegung von rund 6% ($1,2\% \times 5$) in die eine oder andere Richtung.

HÄUFIGKEIT VON SIGMA-EVENTS IM DAX (1 SIGMA = $\pm 1,2\%$, 5 SIGMA = $\pm 6\%$)*

Bereich	Anzahl	Anzahl	1964 - 1969	1970 - 1979	1980 - 1989	1990 - 1999	2000 - 2009	2010 - 2019
+/->5-Sigma-Bereich	96	0,7%	0	1	13	18	53	13
+/-<5-Sigma-Bereich	3107	22,0%	145	397	468	634	887	576
+/-1-Sigma-Bereich	10928	77,3%	1158	2208	2127	1956	1668	1803
gesamt	14131	100,0%	1303	2606	2608	2608	2608	2392

*Im Zeitraum 1965 bis heute, Tagesrenditen

Quelle: Reuters, DZ BANK

Das Ergebnis zeigt, dass es seit 1965 „nur“ 96 Handelstage (oder 0,7% der Zeit) gab, an dem sich die DAX-Kurse so stark bewegt haben. Verteilt auf die einzelnen Jahrzehnte, ist seit den 1980er Jahren, in denen der Computerhandel flächendeckend eingeführt und der Börsenhandel deutlich liquider wurde, die Verteilung dieser Extremereignisse recht gleichmäßig. So ist die aktuelle Dekade (2010 bis heute) mit 13 Extrembewegungen genauso durchschnittlich wie die 1980er und die 1990er Jahre. Lediglich die Jahre zwischen 2000 und 2009, in denen sich Krisen wie das 9/11-Attentat und die Lehman-Krise ereigneten, war deutlich stressiger. Hier haben wir 53 „Five Sigma“-Ereignisse gezählt. Das größte positive Sigma-Ereignis aller Zeiten fand im DAX am 13. Oktober 2008 statt, als der Index um $11,4\%$ stieg. Unterdessen war das größte negative Sigma-Ereignis der heute nahezu unbekannte Crash vom 16. Oktober 1989, ausgelöst durch Finanzierungsschwierigkeiten bei Übernahmen einiger US-Unternehmen.

An diesem Tag fielen die Kurse um $12,8\%$. Im Vergleich dazu sind die Kursbewegungen der vergangenen Jahre nicht besonders stürmisch gewesen. Es gibt auch keinen Grund, vor einer neuen „Sturmsaison“ zu warnen, weil diese auch im „Five Sigma“-Bereich nicht vorhersehbar sind. Anleger, die ihre Rendite „pro Einheit Stress“ optimieren möchten, sollten ohnehin nur so selten wie möglich auf die Kurse schauen – und schon gar nicht auf Tagesschwankungen.



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Dr. Elmar Kraus, Analyst

Die Steuerreform von US-Präsident Trump war noch gar nicht in Kraft, als so manche zu wissen glaubten, dass bald eine Welle von großen Übernahmen über den US-Pharmasektor hereinbrechen würde. Die Zutaten versprachen eine schmackhafte Mahlzeit für Investoren, die auf saftige Übernahmeprämien aus waren. Doch bis zum Mega-Deal hat es dann doch noch eine ganze Weile gedauert.

Im Verlauf des Jahres 2017 kam es immer wieder zu Spekulationen über bevorstehende Großfusionen im US-Pharmasektor. Eigentlich kein geeigneter Zeitpunkt, wenn man bedenkt, dass sich die USA bereits damals in der Spätphase ihres Konjunkturzyklus befanden. Übernahmen sind dann kaum empfehlenswert – zumal die Preise für Unternehmen, in diesem Falle die Übernahmeziele, meist zu hoch sind. Doch gerade in der Pharmabranche kamen einige Faktoren zusammen, die die Erwartungshaltung vieler Marktteilnehmer stützten. So litten etliche Konzerne unter Wachstumsschwächen – trotz zahlreicher Neuzulassungen in den Jahren zuvor: Zwar führten neuartige Medikamente durchaus zu hohen Zusatzerlösen. Diesen standen oftmals jedoch für die Pharmabranche typische Probleme gegenüber: vor allem Patentabläufe bei älteren Wirkstoffen und ein höherer Preisdruck durch Nachahmerprodukte, sogenannte Generika, sowie eine gestiegene Konkurrenz bei einigen Wirkstoffen. Zudem versagten in klinischen Studien immer wieder zunächst vielversprechende Neuentwicklungen. Kurzum: Ohne Akquisitionseffekte stiegen die Umsätze nur geringfügig, und auf operativer Basis stagnierten die Erträge sogar. Somit schienen Übernahmen – möglichst zukunftssträchtiger Unternehmen – für zusätzliches Wachstum unerlässlich. Über den nötigen finanziellen Spielraum verfügten die Pharmagroßkonzerne zweifelsfrei. Angesichts der niedrigen Zinsen an den Finanzmärkten dies- und jenseits des Atlantiks brachte das finanzielle Polster jedoch kaum Rendite. Und genau solche Gelder werden gern für Übernahmen genutzt. Mit Beginn des Jahres 2018 kam dann die von Präsident Trump versprochene US-Steuerreform ins Spiel, die den Wirtschaftsaufschwung in den USA anheizen sollte. Sie erlaubte den Konzernen, die im Ausland geparkten hohen Gewinne – und das ist unter anderem bei Pharmafirmen nicht selten der Fall – zu vergleichsweise günstigen Steuersätzen zurück in die USA zu holen: Statt der bis dahin geltenden 35% waren es nunmehr lediglich 15,5%, die für den Rücktransfer von Auslandsgewinnen in die USA anfallen. Darüber hinaus sorgte der von 35% auf 21% gesenkte US-Körperschaftsteuersatz für zusätzliche Entlastung.

2018 – nur ein erster Vorgeschmack

All diese Faktoren zusammen beflügelten die Übernahmephantasie. Doch es kam anders. Die Unternehmen beschwerten sich über die, ihrer Ansicht nach, überzogenen Preisvorstellungen potenzieller Ziele. Statt Übernahmen vermeldeten sie lieber saftige Gewinnsprünge. Zusätzlich starteten sie umfangreiche Aktienrückkaufprogramme, die die Bewertungen der eigenen Aktien nach oben treiben sollten. Somit fiel die tatsächliche Übernahmebilanz 2018 eher ernüchternd aus: Eine Handvoll sogenannter Bolt-on-Akquisitionen (kleine, ergänzende Zukäufe von Technologien) im ein- beziehungsweise niedrigen zweistelligen Milliarden-US-Dollar-Bereich konnte die hochfliegenden Erwartungen bei Weitem nicht erfüllen – trotz ordentlicher Kursaufschläge. Den Anfang machte 2018 der (Blut-)Krebspezialist Celgene mit der Übernahme des US-amerikanischen Biotech-Unternehmens Juno für 9 Mrd. US-Dollar, um im Zukunftsbereich Immunonkologie „einen Fuß in die Türe zu bekommen“. Kurz darauf kaufte Sanofi doppelt zu: zuerst für 11,6 Mrd. US-Dollar Bioverativ, einen US-amerikanischen Spezialisten für Blutermedikamente, und anschließend mit der belgischen Ablynx (3,9 Mrd. Euro) eine Plattform zur Entwicklung von speziellen biotechnologischen Medikamenten („Nanobodies“). Novartis griff ebenfalls zweimal zu. Mit AveXis für 8,7 Mrd. US-Dollar erhielt Novartis Zugang zu gentherapeutischen Verfahren und verstärkte mit Endocyte (für 2,1 Mrd. US-Dollar) seine Palette an Strahlentherapeutika mit einem Mittel gegen Prostatakrebs.

**Die Übernahmephantasien
für das Jahr 2018 wurden nur
teilweise zur Realität.**

Einzig Großübernahme 2018 aus unerwarteter Richtung

Während alle Augen auf die US-Unternehmen gerichtet waren, preschte die japanische Takeda vor. Ende März unterbreitete sie ein Übernahmeangebot für Shire Pharmaceuticals, den irisch-amerikanischen Spezialisten für seltene Erkrankungen. Es benötigte aber mehrere Anläufe mit jeweils verbesserten Konditionen, um zuerst das Management der Shire und dann die jeweiligen Aktionäre in Aktionärsversammlungen zur Zustimmung zu bewegen. Letztlich überzeugte Takeda mit einem finalen Angebot im Gesamtvolumen von 46 Mrd. britischen Pfund – ein Aufschlag von 60% auf den Kurs vor Bekanntgabe der Übernahmeabsicht. Für diesen stattlichen Preis konnte Takeda sein Portfolio um lukrative Medikamente aus den Bereichen Neurologie und seltene Erkrankungen ergänzen. Mit den Shire-Produkten verdoppelt Takeda nicht nur sein Umsatzvolumen, sondern erhöht auch seine Präsenz auf dem lukrativen US-Pharmamarkt. Dieser steht nach der Fusion für etwa die Hälfte der Erlöse, während es zuvor eher unterdurchschnittliche 34% waren. Zum Abschluss gebracht hat Takeda diese bislang größte Übernahme eines japanischen Pharmakonzerns im Ausland Mitte Januar 2019.

Der Paukenschlag zum Jahresstart

Und dann endlich, zu Beginn des Jahres 2019, wurde der Traum vom Mega-Deal doch noch wahr. Bristol-Myers Squibb (BMS) hat sich mit Celgene auf eine Übernahme geeinigt – für 74 Mrd. US-Dollar. Die Aktionäre der Celgene sollen für jede ihrer Aktien neben einer Barkomponente und einer neu zu schaffenden BMS-Aktie zusätzlich einen Besserungsschein erhalten. Letzterer steht für weitere 9 US-Dollar je Aktie, die aber erst fällig werden, wenn festgelegte Ziele erreicht werden. Diese beinhalten den Erhalt von US-Zulassungen für drei herausgehobene Celgene-Entwicklungsprojekte: das Multiple-Sklerose-Mittel ozanimod und das Krebsmittel liso-cell (ehemals JCAR017), beide bis zum 31. Dezember 2020, sowie das Krebspräparat bb2121 bis zum 31. März 2022. Mit Celgene würde sich BMS einen extrem wachstumsstarken Spezialisten für die Behandlung von Blutkrebs kaufen, der seine Erlöse 2018 um 17,5% auf 15,3 Mrd. US-Dollar steigerte und dessen Medikament REVLIMID mit 9,7 Mrd. US-Dollar in der Umsatzrangliste 2018 den weltweit zweiten Platz einnahm. Zusammen mit den BMS-eigenen Krebsmedikamenten wird durch den Zusammenschluss ein echtes Schwergewicht im Bereich der Krebsbehandlung entstehen, das auch in weiteren Indikationen durchaus „heiße Eisen im Feuer“ hat.

Kaum eine Woche später meldete Eli Lilly eine Übernahme: Für vergleichsweise bescheidene 8,0 Mrd. US-Dollar wird der US-amerikanische Krebspezialist Loxo den Besitzer wechseln. Das Kernstück ist in diesem Falle VITRAKVI, das als erstes Krebsmedikament überhaupt eine Zulassung erhalten hat, die unabhängig von der Lokalisierung des Tumors ist. Bislang galt die Regel, dass ein Unternehmen oder ein Medikament eine Zulassung bekommen hat für die Anwendung in dem Organ, in dem das Mittel auch gezielt klinisch erprobt wurde. Für die Zulassung in einem anderen Organ war üblicherweise jeweils eine neue Zulassungsstudie notwendig. Dagegen ist die Anwendung von VITRAKVI an den Nachweis einer ganz bestimmten Genmodifikation in den Krebszellen gekoppelt, unabhängig davon, in welchem Organ sich die Krebszellen befinden oder aus welchem Organ sich der Krebs entwickelt hat.

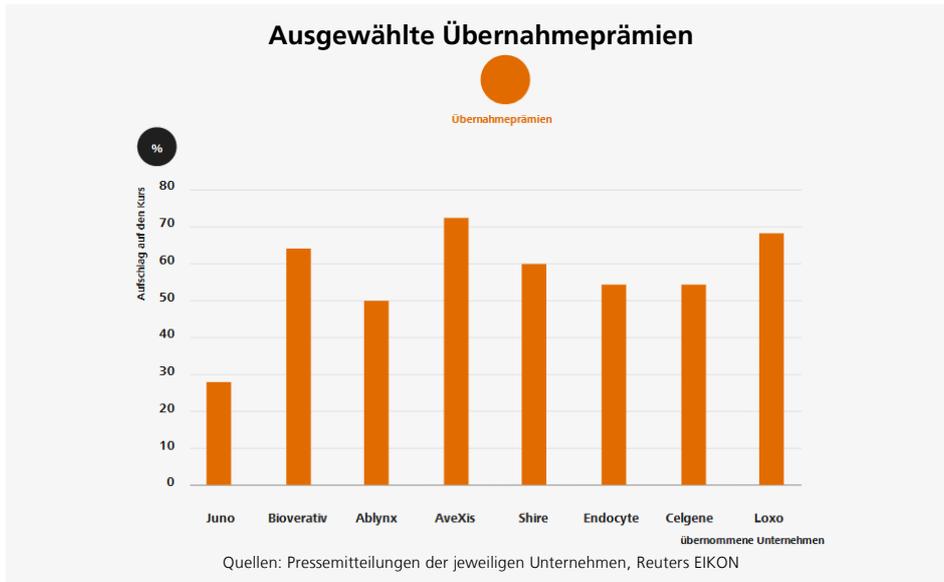
Ausgewählte Übernahmen im Pharmasektor 2018 und 2019

Übernahme von	Übernahme durch	Kaufpreis	Aufschlag auf den Kurs	Wie wird gezahlt?	Worum geht's?	Besonderheit	Bekanntgabe
Juno	Celgene	9 Mrd. USD	28%	Cash	Krebs	Immunonkologie (CAR-T Zellen)	22.01.2018
Bioverativ	Sanofi	11,6 Mrd. USD	64%	Cash	Seltene Erkrankungen	Blutermedikamente	22.01.2018
Ablynx	Sanofi	3,9 Mrd. EUR	21% bzw. >50%	Cash	Technologie	Nanobodies als zielgerichtete Medikamente	29.01.2018
AveXis	Novartis	8,7 Mrd. USD	72%	Cash	Gentherapie	Viren als „Genfähren“	09.04.2018
Shire	Takeda	46 Mrd. GBP	60%	Cash und 0,839 Takeda-Aktien je Shire-Aktie	Seltene Erkrankungen	u.a. Blutermedikamente, Neurologie	25.04.2018
Endocyte	Novartis	2,1 Mrd. USD	54%	Cash	Krebs	Kombination aus gerichteter Therapie und Strahlenmedizin	18.10.2019
Celgene	Bristol-Myers Squibb	74 Mrd. USD	54%	Cash, 1 BMS-Aktie und ein Besserungsschein in Höhe von 9 USD je Aktie	Krebs plus weitere	Blutkrebsmittel, breite Pipeline	03.01.2019
Loxo	Eli Lilly	8,0 Mrd. USD	68%	Cash	Krebs	VITRAKVI, ein extrem vielseitiges Krebsmittel	07.01.2019

Quellen: Pressemitteilungen der jeweiligen Unternehmen, Reuters EIKON

„Alles nimmt ein gutes Ende für den, der warten kann“, sagte schon Tolstoi

Erst Anfang 2019 wurde sie also wahr, die langersehnte Mega-Übernahme. Dass im selben Atemzug die Kurse manch anderer hoch gehandelter Übernahmekandidaten – darunter BMS selbst – ohne sonst ersichtlichen Grund absackten, könnte eine Einstiegschance sein für diejenigen, die auch mal ein wenig warten können. Der ein oder andere Celgene-Aktionär könnte daher versucht sein, zumindest die Barkomponente aus dem Übernahmeangebot in die nächste „Übernahme-Warteschleife“ zu investieren. Die Gründe für Übernahmen – ob im Bolt-on- oder Mega-Format – sind schließlich 2019 genauso aktuell wie 2018 und Übernahmepremien können verlockend sein. Aber aufgepasst: Anleger können von Übernahmen profitieren. Denn meist legt der Aktienkurs des Zielobjekts im Verlauf einer Übernahme kräftig zu. Allein die Nachricht über eine mögliche Übernahme reicht aber nicht aus, bestimmte Aktien zu kaufen. In erster Linie sollten Anleger von dem jeweiligen Unternehmen überzeugt sein. Wichtig ist außerdem, den richtigen Zeitpunkt für einen Einstieg abzuwägen und dabei sollte man auch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Auge behalten.





MUSTERPORTFOLIO

Christian Kahler & Thorsten Wenzel, Analysten

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, 08. März 2019

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.

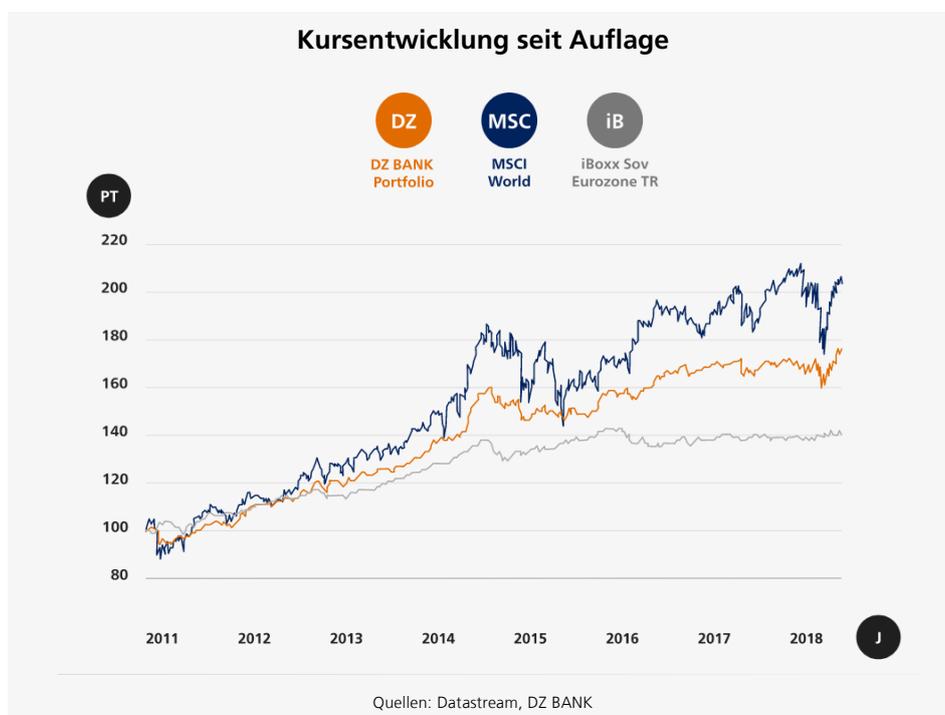
Das vergangene Börsenjahr – gekennzeichnet von hohen Kursschwankungen – endete im Schlussquartal mit starken Verlusten, denen jedoch eine zügige Erholung folgte: Seit Jahresanfang notieren der S&P 500 mit 12% und der Nasdaq mit 14% im Plus – der beste Auftakt an den US-Börsen seit 31 Jahren. Auch der DAX legte um 10% zu.

Entscheidend für die weitere Entwicklung an den Börsen bleibt die Konjunktur in den USA. Zwar mehren sich derzeit die kritischen Stimmen, die eine Rezession aufziehen sehen – vor allem aufgrund der mittlerweile zehn Jahre andauernden Expansionsphase. Insgesamt jedoch ist die Wirtschaft bislang solide unterwegs mit nur wenigen sichtbaren Rissen in den Wirtschaftsindikatoren.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob die Aktien nicht zu teuer sind. Wir denken, das ist noch nicht der Fall. Mit einem aktuellen KGV von 15,1 bezogen auf 2020 liegt die Bewertung des US-Aktienmarktes im langjährigen Durchschnitt von 15. Gleichzeitig ist der US-Aktienmarkt stärker denn je durch Technologietitel geprägt, die etwas mehr als ein Viertel der Indexkapitalisierung des S&P 500 stellen. Diese wachsen stärker als die übrigen Unternehmen in den USA und bilden damit die Grundlage für weiter anziehende Gewinne.

Somit sehen wir derzeit lediglich Raum für taktische Anpassungen der Aktienpositionen im DZ BANK Musterportfolio. Dessen Zusammensetzung hat sich seit der letzten Friedrich-Ausgabe Mitte Dezember 2018 nur unwesentlich geändert. So bleibt der Anteil an Anleihen bei 49%. Entsprechend beträgt der Aktienanteil weiterhin 51% (DAX und Nasdaq 100 mit einer Portfoliogewichtung von je knapp 10%, DJ Global Titans rund 19% und CSI 300 rund 13%).

Jüngst am besten entwickelt hat sich unsere Position in chinesischen Aktien, deren Bewertung allerdings keinesfalls so hoch ist, dass sich ein Verkauf aufdrängen würde. Ebenfalls etwas Kurspotenzial sehen wir bei den Positionen DJ Global Titans und DAX, wobei Letzterer bereits nahe unserer Indexprognose per Jahresresultimo (12.000 Punkte) liegt. Die Bewertung des Nasdaq 100 hat sich zuletzt etwas erhöht, aber die Ertragskraft der Schwergewichte im Index (Microsoft, Apple, Alphabet und Amazon) dürfte weiterhin zunehmen – nicht zuletzt dank des boomenden Cloud-Geschäfts.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 13. März 2019

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.

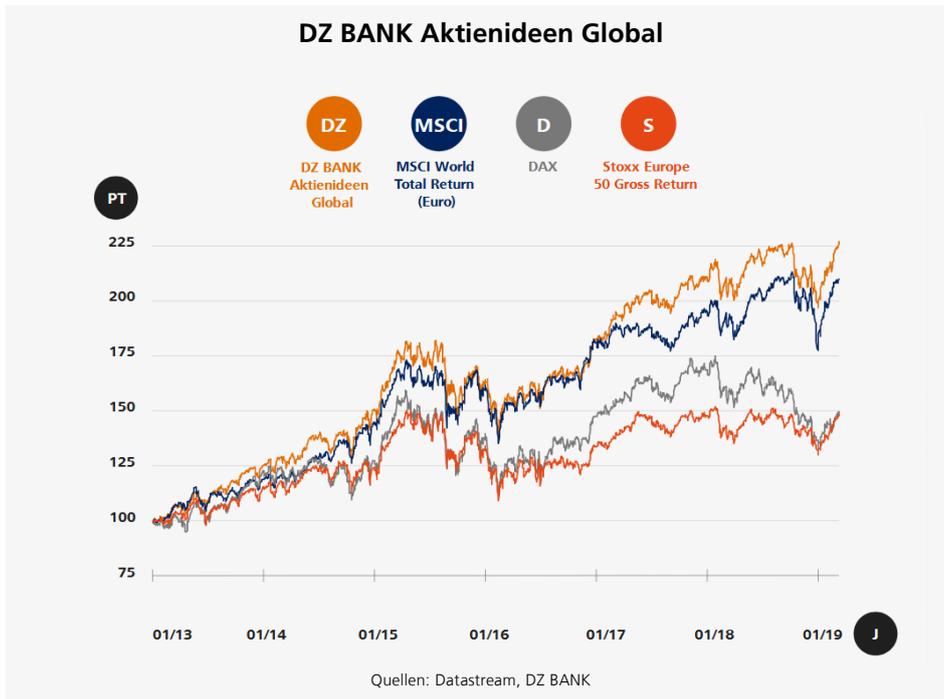
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs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

Zusammensetzung DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
ADLER Real Estate	06.03.2019	360	12,48	12,58	+0,8%
Allianz	28.12.2018	22	175,14	196,66	+12,3%
BASF	28.12.2018	66	60,40	66,80	+10,6%
Evonik Industries	28.12.2018	183	21,80	25,39	+16,5%
SAP	01.03.2019	47	94,89	95,60	+0,7%
Siemens	28.12.2018	41	97,38	96,11	+2,6% (inkl. Dividende)
Air Liquide	28.12.2018	37	106,25	111,35	+4,8%
Amazon.com	28.12.2018	3	1.284,85	1.485,79	+15,6%
AXA	28.12.2018	212	18,78	22,15	+17,9%
Danone	28.12.2018	65	60,67	67,61	+11,4%
Enel	28.12.2018	793	5,044	5,498	+11,8% (inkl. Dividende)
General Motors	27.02.2019	127	35,09	34,21	-1,5% (inkl. Dividende)
Gilead Sciences	28.12.2018	72	55,13	57,46	+4,2%
Honeywell International	06.02.2019	33	130,95	135,68	+4,2% (inkl. Dividende)
IBM	28.12.2018	40	99,66	122,72	+24,5% (inkl. Dividende)
Merck & Co.	28.12.2018	60	66,38	72,09	+8,6%
Orange	28.12.2018	284	14,08	13,525	-3,9%
Royal Dutch Shell	28.12.2018	156	25,505	27,21	+8,3% (inkl. Dividende)
Thales	18.02.2019	41	107,15	106,65	-0,5%
Total	28.12.2018	86	46,085	50,66	+9,9%
Vinci	28.12.2018	55	71,96	84,04	+16,8%
Vivendi	28.12.2018	190	21,02	25,61	+21,8%

Stand: 13. März 2019 / Quellen: Datastream, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 12. März 2019 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 124,3% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (48,1%), der MSCI World Total Return in Euro (109,0%) und der Stoxx 50 Gross Return (48,2%). Im laufenden Jahr 2019 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertzuwachs von 12,5% verbucht und etwas schlechter als der MSCI World Total Return (in Euro) mit plus 13,5% performed, aber besser als der Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 11,5%) und der DAX (plus 9,1%). 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.





WUSSTEN SIE SCHON?

Dr. Michael Holstein, Economist

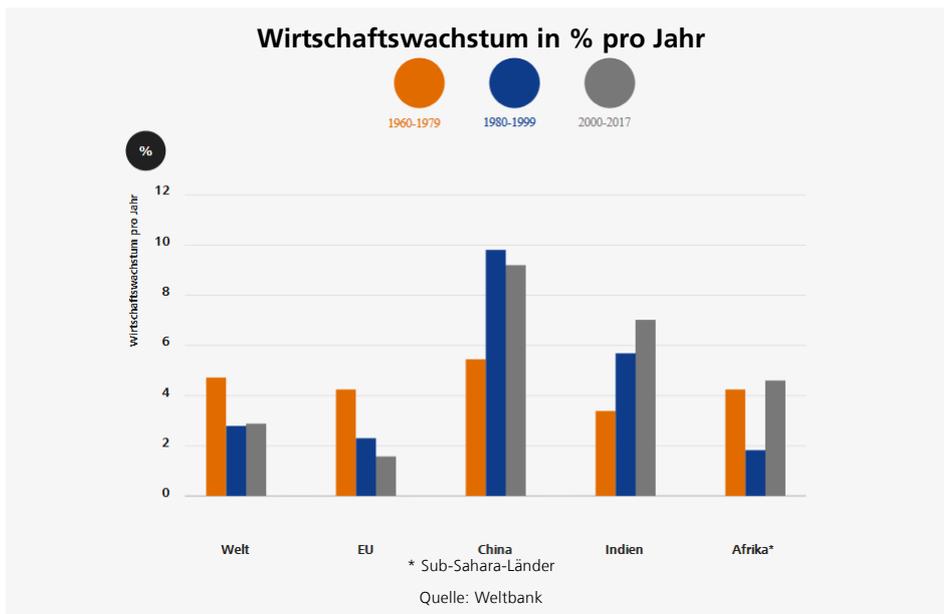
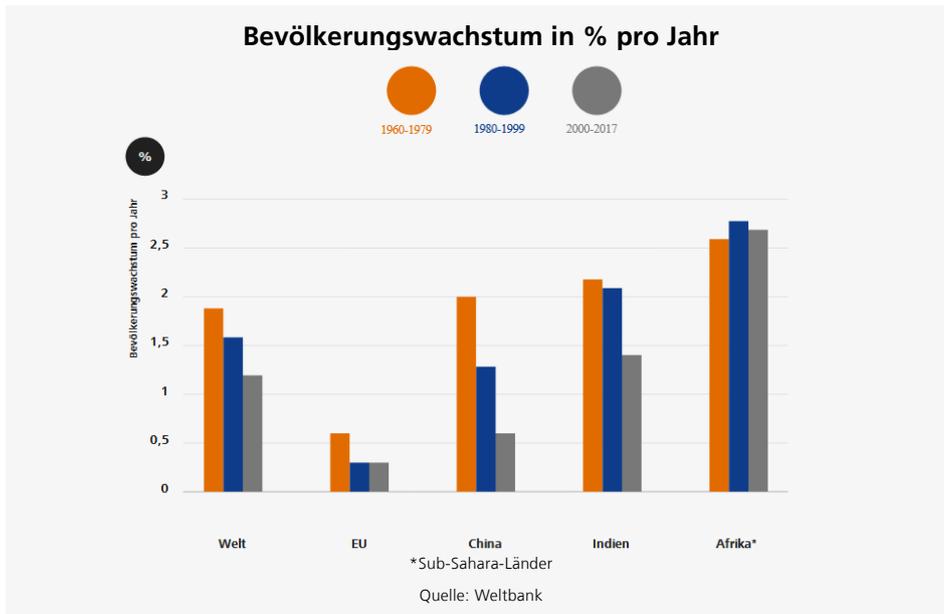
Eine globale Rezession lässt alle Finanzmärkte erschauern. Doch ab wann droht tatsächlich Gefahr? Da keine globale Statistikbehörde existiert, gibt es auch kein amtliches Maß für die weltweite Wirtschaftsaktivität. Eines steht jedenfalls fest: In einer globalen Rezession müssen nicht alle Länder in der Krise sein.

Verflochten, aber heterogen

Die Globalisierung hat den weltweiten Handel kräftig angetrieben. In den letzten Jahrzehnten sind die fast 200 Staaten der Erde wirtschaftlich enger zusammengedrückt. Entwicklungsländer, Schwellenländer und Industrieländer haben dennoch weiterhin eine sehr unterschiedliche Wirtschaftsstruktur. Auch die Bevölkerungsentwicklung divergiert sehr stark: Zumeist legt in den Entwicklungsländern die Einwohnerzahl am schnellsten zu, während in vielen Industrieländern die demografische Kurve nach unten zeigt. Und das hat erhebliche Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum.

So ist das weltweite Bevölkerungswachstum seit den 1960er-Jahren von Raten um 2% pro Jahr auf leicht über 1% in den letzten Jahren gesunken. In China war der Rückgang sogar noch etwas ausgeprägter, hier wächst die Bevölkerung nur noch um rund 0,5% pro Jahr. In den afrikanischen Ländern südlich der Sahara hingegen steigt die Einwohnerzahl immer noch jährlich um 2,5% bis 3%.

Ein hohes Bevölkerungswachstum geht üblicherweise mit einem höheren Wirtschaftswachstum einher. Ein Land kann sich also durchaus in einer Krise mit sinkendem Lebensstandard befinden, obwohl das Wirtschaftswachstum noch positive Raten aufweist. Aus diesem Grund ist es nicht sinnvoll, von einer globalen Rezession zu sprechen, wenn das weltweite Wirtschaftswachstum negativ wird, also die aggregierte Wirtschaftsleistung absolut zurückgeht.

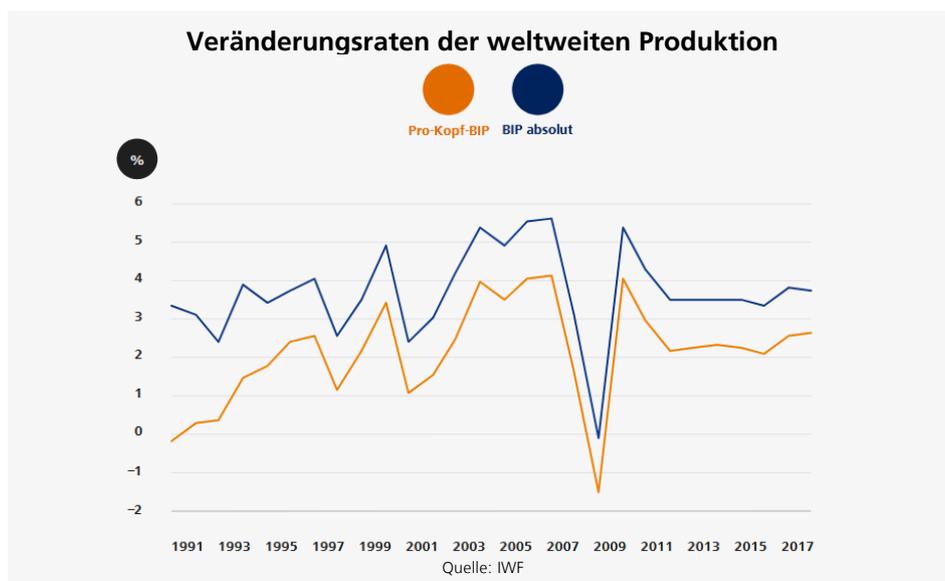


Fokus auf Pro-Kopf-Größen

Um die Verzerrung durch das unterschiedlich kräftige Bevölkerungswachstum auszuschließen, lohnt ein Blick auf die Pro-Kopf-Wachstumsraten. Und zwar sowohl in den einzelnen Ländern als auch im weltweiten Aggregat. Demnach kann von einer weltweiten Rezession dann gesprochen werden, wenn – bezogen auf die globale Wirtschaftsaktivität – die Pro-Kopf-Veränderungsraten negativ sind. Jedem Menschen auf der Welt stehen dann rechnerisch weniger Güter als im Vorjahr zur Verfügung.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat in einer Studie für den Zeitraum der letzten 50 Jahre vier weltweite Rezessionen ausgemacht: In den Jahren 1975, 1982, 1991 und 2009 war jeweils das durchschnittliche weltweite Pro-Kopf-Einkommen rückläufig. Einzig 2009 war gleichzeitig das globale Bruttoinlandsprodukt (BIP) insgesamt rückläufig, gab es also auch einen absoluten Rückgang der weltweiten Produktion.

Selbst in den Jahren, in denen die durchschnittlichen Pro-Kopf-Wachstumsraten weltweit negativ werden und eine globale Rezession vorliegt, befinden sich natürlich nicht alle Länder in einer Wirtschaftskrise. Nach der Untersuchung des IWF waren in den Jahren 1975, 1982 und 1991 jeweils zwischen 50% und 60% aller Länder in einer Rezession, also etwas mehr als die Hälfte. 2009 war sogar in rund 75% aller Länder die Wirtschaftsaktivität rückläufig. Das zeigt, wie tief der Einschnitt durch die Wirtschafts- und Finanzkrise vor zehn Jahren gewesen ist.



Fazit

Es ist sicherlich plausibel, von einem Welt-Konjunkturzyklus auszugehen, der Auswirkungen auf die Wirtschaftsaktivität in allen Ländern hat. Und wenn es diesen globalen Zyklus gibt, dann gibt es auch globale Rezessionen. Doch der Einfluss der Weltkonjunktur auf die einzelnen Länder ist unterschiedlich stark – je nachdem, wie intensiv sie wirtschaftlich miteinander verflochten sind und welche Bedeutung jeweils interne Faktoren haben, etwa das Bevölkerungswachstum oder die spezifische Wirtschaftsstruktur. Man kann jedenfalls davon ausgehen, dass sich zu keinem Zeitpunkt alle Länder der Welt gleichzeitig in einer Rezession befinden.

Überdies kommt es sehr selten vor, dass die globale Wirtschaftsaktivität in absoluten Größen abnimmt, also das Welt-BIP rückläufig ist. Entscheidend im weltweiten Maßstab ist vielmehr der Blick auf die Entwicklung pro Kopf: Erst wenn das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen beziehungsweise das BIP pro Kopf weltweit sinkt, kann von einer globalen Rezession gesprochen werden.



WAS IST EIGENTLICH?

Dr. Michael Holstein, Economist

„Deutschland droht der Rückfall in eine technische Rezession!“ Über diese Schlagzeile ist wohl so mancher Leser in den letzten Monaten gestolpert. Aber was genau ist eigentlich eine Rezession und was heißt „technisch“? Gibt es eine technische und eine wirtschaftliche Rezession? Und ist die eine schlimmer als die andere? Nicht nur Laien verlieren hier leicht den Überblick.

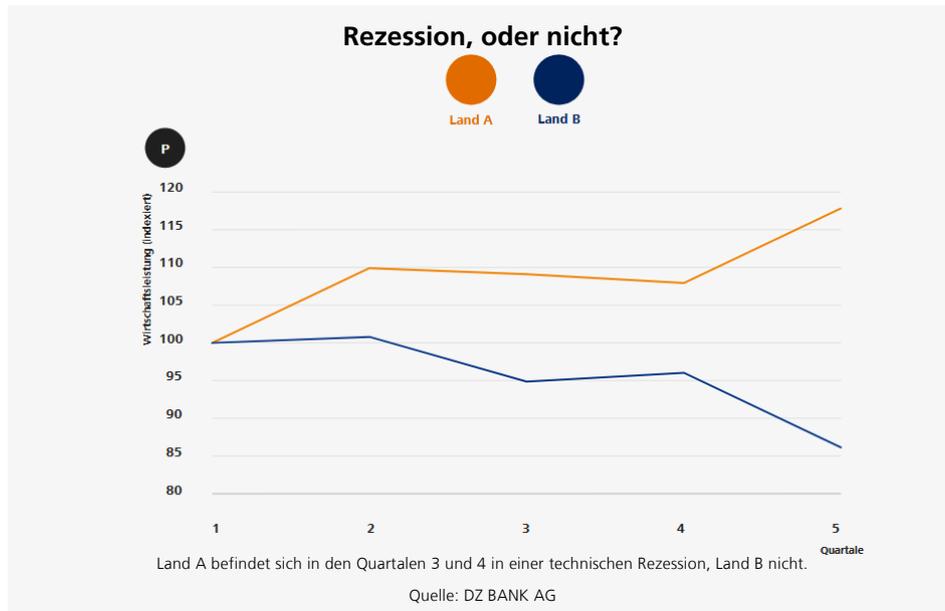
Gängige Nachschlagewerke sind wenig hilfreich

Einen Eintrag zur „Rezession“ sucht man im deutschsprachigen Wikipedia vergeblich, und der entsprechende Abschnitt im Kapitel zur „Konjunktur“ macht die Sache auch nicht klarer. Wirft man einen Blick in den Duden, ist eine Rezession gekennzeichnet durch einen „Rückgang der Konjunktur“. Das hilft leider auch nicht weiter, denn die „Konjunktur“ ist eine „wirtschaftliche Gesamtlage von bestimmter Entwicklungstendenz“. Wie kann denn nun eine wirtschaftliche Gesamtlage zurückgehen?

Kann sie nicht, deshalb lohnt ein Blick in die ökonomische Fachliteratur. Doch auch hier gehen die Meinungen auseinander. Klar ist, dass sich in einer Rezession die Wirtschaftslage verschlechtert. Doch wie stark? Und wie lange? Reicht ein kurzer leichter Rückgang des Bruttoinlandsprodukts schon aus, um von einer Rezession zu sprechen? Darüber sind sich die Experten einig: Nein. Doch wie stark die Wirtschaft tatsächlich leiden muss, daran scheiden sich die Geister.

„Technische Rezession“ – ein Hilfskonstrukt

Um diesen schwierigen Abwägungsfragen aus dem Weg zu gehen, hat sich vor allem unter marktnahen Ökonomen in den letzten Jahren ein Konsens für eine sehr einfache Definition herausgebildet: Ein Land steckt in der Rezession, wenn dessen Wirtschaftsleistung in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen rückläufig ist. Meist wird dann noch die Einschränkung „technisch“ hinzugefügt, um deutlich zu machen, dass im Zweifel auch zwei minimale Rückgänge ausreichen. Und genau das kann irreführend sein, wie ein einfaches Beispiel zeigt:



Aus ökonomischer Sicht ist es unsinnig, in einer ansonsten kräftig wachsenden Volkswirtschaft bei zwei leicht negativen Folgequartalen von einer Rezession zu sprechen (in unserem Beispiel Land A), während eine krisengeschüttelte Ökonomie, in der der steile Abwärtstrend immer wieder kurz unterbrochen wird (Land B), nach dieser Definition nicht in der Rezession steckt.

Aus diesem Grund halten die meisten Konjunkturforscher auch nichts von dem Begriff „technische Rezession“. Denn ihrer Auffassung nach sollte man „Rezession“ nur dann verwenden, wenn es sich wirklich um einen nennenswerten, erheblichen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Leistung handelt, also um eine echte Wirtschaftskrise.

Eine Frage des Ermessens

Aber wie stark muss eine Wirtschaft in einer Rezession denn nun schrumpfen? Die meisten Ökonomen geben hier keinen festen Wert an, sondern sprechen von einer Ermessensentscheidung. Die international gängigste Rezessionsdefinition ist vermutlich die des US-amerikanischen Forschungsinstituts NBER (National Bureau of Economic Research): „Das NBER definiert eine Rezession nicht als zwei aufeinanderfolgende Quartale mit einem Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Vielmehr ist eine Rezession ein signifikanter Rückgang der Wirtschaftsaktivität, der sich über die gesamte Volkswirtschaft erstreckt und mehr als ein paar Monate andauert und normalerweise im realen BIP, im Realeinkommen, in der Beschäftigung, in der Industrieproduktion und in den Groß- und Einzelhandelsumsätzen sichtbar wird.“¹

Diese Definition legt die Entscheidung, ob es sich bei einem wirtschaftlichen Abschwung tatsächlich auch um eine Rezession handelt, in die Hände von Fachleuten. In den USA gibt es dafür eigens ein „Business Cycle Dating Committee“, das im Nachhinein Beginn und Ende der Rezessionen auf der Basis einer umfangreichen Datenanalyse festlegt und dessen Entscheidungen in der Fachwelt auch weitgehend unbestritten sind. In Deutschland existiert ein solches Komitee nicht. Daher sind wir bei der Frage, ob es sich bei einem wirtschaftlichen Abschwung auch um eine Rezession handelt, weiterhin auf unser ökonomisches Ermessen angewiesen.

¹National Bureau of Economic Research (NBER), <https://www.nber.org/cycles.html> (eigene Übersetzung)

Fazit

Rezession ja oder nein – das ist nicht immer einfach zu entscheiden. Ein leichter Abschwung, wie wir ihn derzeit in Deutschland erleben, reicht jedenfalls nicht aus, um gleich als Rezession durchzugehen. Es muss sich schon um einen erheblichen Rückgang der Wirtschaftsleistung handeln. Ein guter Überblick über die konjunkturelle Datenlage ist also unbedingt notwendig, um die Klassifikation „Rezession“ sinnvoll vornehmen zu können.

Neues Risiko, neues Spiel

Cyberattacken – ein lohnendes Geschäftsfeld für Versicherer?

THINK-TANK

Thorsten Wenzel, Analyst

Die Digitalisierung steht über alle Branchen hinweg im Mittelpunkt von Unternehmensstrategien. Man verspricht sich von ihr effizientere Prozesse, um Kosten einzusparen, aber auch einen engeren und besseren Kundenkontakt. Gleichzeitig birgt sie für Unternehmen und Privatpersonen gleichermaßen Gefahren in Form zunehmender Cyberkriminalität – mit teils verheerenden Folgen. Kann die Versicherungsbranche von dieser Kehrseite profitieren?

Die Gefahr nimmt zu

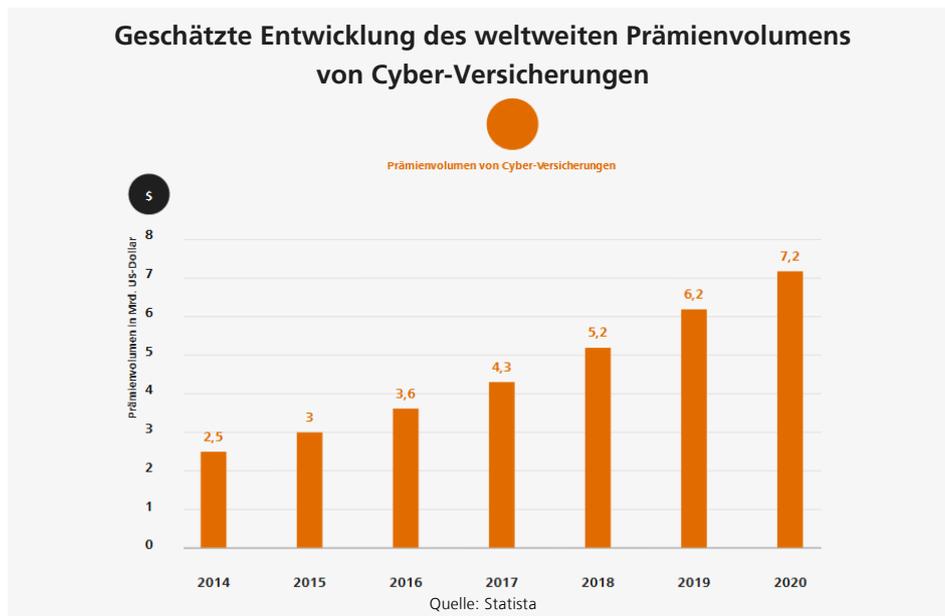
Seit das World Wide Web existiert, ist es möglich, in fremden Rechnern Schaden anzurichten. Sogenannte Malware (zu Deutsch Schadsoftware) – zumeist von Kriminellen entwickelt – schleust sich überwiegend in Form von Viren, Würmern oder Trojanern in fremde Rechner ein. Die Absichten dahinter reichen vom Ausspionieren der Daten über deren Diebstahl bis hin zu Lösegeldforderungen. Diese negative Seite der weltweiten Vernetzung rückte zuletzt 2018 ins Bewusstsein einer breiten Öffentlichkeit, als mehrere Datenskandale rund um Facebook für Schlagzeilen sorgten und einige Monate später zahlreiche gestohlene Daten von Politikern und Prominenten im Netz auftauchten. Im Jahr zuvor waren es zwei Angriffe in Gestalt von Erpressersoftware. Eine solche Ransomware blockiert infizierte Rechner und kann nur mittels Schlüssel entsperrt werden, der den Betroffenen gegen Lösegeld übermittelt wird. Die beiden Attacken namens „Wannacry“ und „NotPetya“ machten zwar weniger Schlagzeilen, verursachten aber international Schäden in Milliardenhöhe, in erster Linie durch Betriebsstörungen oder gar -unterbrechungen. „NotPetya“ beispielsweise stoppte die Produktion eines lebenswichtigen Impfstoffs beim amerikanischen Pharmakonzern Merck, der dadurch Umsatzeinbußen und Kosten von etwa 600 Mio. US-Dollar zu verkraften hatte. Die Großreederei Maersk berichtete über Belastungen in Höhe von 300 Mio. US-Dollar, weil „NotPetya“ zeitweise zu Stillständen in Containerhäfen führte. „Wannacry“ legte mehr als 200.000 Computer in 15 Ländern lahm; betroffen waren unter anderem medizinische Geräte in Krankenhäusern. Sehr unsicheren Schätzungen zufolge richtete „NotPetya“ als der bislang teuerste globale Cyberangriff Schäden von 10 Mrd. US-Dollar an, während die Belastungen durch „Wannacry“ mit 8 Mrd. US-Dollar beziffert werden.

Versichert waren diese Schäden überwiegend nicht, weshalb die Attacken einen wesentlichen Nebeneffekt hatten: Unternehmen beschäftigen sich seither intensiver mit den Risiken, die das Internet hervorgebracht hat. So sind laut „Allianz Risk Barometer“ (jährliche Umfrage unter 2.000 Risikoexperten zu den wichtigs-

ten Unternehmensrisiken) Cybervorfälle inzwischen der am meisten gefürchtete Auslöser einer Betriebsunterbrechung – noch vor Feuer, Naturkatastrophen und einem Ausfall von Lieferanten. Vonseiten der Unternehmen besteht also ein sehr großer Bedarf nach Absicherung. Denn in aller Regel kommen Schäden durch Betriebsunterbrechungen die Unternehmen teurer zu stehen als der auslösende Sachschaden.

Vielversprechender Geschäftszweig

Für die Versicherungsbranche stellen Cyberrisiken ein neues, möglicherweise großes und lukratives Geschäftsfeld dar. Schätzungen von Lloyds's of London zufolge belaufen sich die Gesamtkosten durch Cyberangriffe für Unternehmen auf weltweit bis zu 400 Mrd. US-Dollar pro Jahr. Davon abgesichert ist bislang jedoch nur ein marginaler Teil. Entsprechend liegt das weltweite Prämienvolumen bei der Absicherung von Cyberrisiken gegenwärtig ungefähr bei recht bescheidenen 5 Mrd. US-Dollar. Zum Vergleich: Die ökonomischen Schäden durch Naturkatastrophen – das traditionelle Geschäftsfeld der Versicherer und Rückversicherer – summierten sich 2018 nach Schätzungen von Munich Re weltweit auf 160 Mrd. US-Dollar, wovon die Hälfte versichert war. Und selbst im Jahr zuvor, wetterbedingt eines der bislang teuersten, beliefen sich die ökonomischen Schäden lediglich auf 350 Mrd. US-Dollar; davon versichert waren 140 Mrd. US-Dollar.



Für die händierend nach Wachstumschancen suchenden großen börsennotierten Versicherer ist der potenziell riesige neue Markt zunächst äußerst verführerisch. Das gilt ganz besonders für Rückversicherer, die sich bei der Absicherung von Risiken durch Naturkatastrophen seit einigen Jahren einem scharfen Wettbewerb durch alternative Lösungen wie Katastrophenanleihen, sogenannte „Cat-Bonds“, ausgesetzt sehen.

Heikle Fragen bleiben

Bei näherer Betrachtung stellen Cyberrisiken die Branche vor verzwickte Probleme. Zunächst einmal herrscht naturgemäß ein eklatanter Mangel an historischen Daten über Cyberangriffe, aus denen sich Häufigkeit und Höhe von Schäden abschätzen lassen. Dazu kommt eine weitere Schwierigkeit: Soweit Daten vorliegen, eignen sich diese nur bedingt für den Blick in die Zukunft, da das zu versichernde Risiko in hohem Maße Veränderungen durch den technologischen Fortschritt unterworfen ist. Von Eintrittswahrscheinlichkeit und potenzieller Schadenhöhe muss der Versicherer aber eine Vorstellung haben, um das Risiko adäquat beurteilen und die Prämie kalkulieren zu können.

Selbst wenn sich diese Problematik unter anderem mit einer strikten Begrenzung der Versicherungssummen einigermaßen überwinden lässt, bleibt die Gefahr von sogenannten Kumulschäden: Das Versicherungsprinzip beruht darauf, dass viele Risiken abgesichert werden, die voneinander unabhängig sind – deshalb sind Schäden durch Kriegsereignisse in praktisch allen Policen vom Versicherungsschutz ausgeschlossen. Cyberrisiken sind aber in vielen Fällen gerade nicht unabhängig voneinander. Bei großen international tätigen Unternehmen kann eine Cyberattacke dazu führen, dass der Angreifer Zugriff auf sämtliche IT-Systeme erhält. Wenn ein Unternehmen anfällig ist, dann wird das häufig bedeuten, dass mehrere Unternehmen, die dieselbe Software verwenden, verwundbar sind.

Eine weitere Problematik für Versicherer und ihre Kunden kann darin bestehen, dass sich nicht unbedingt mit Sicherheit bestimmen lässt, wer Urheber eines Cyberangriffs ist. Das wird an einem konkreten Beispiel deutlich: Ein amerikanischer Snack-Produzent, der durch „NotPetya“ Tausende Server und Laptops verlor, war im Prinzip gegen Cyberangriffe versichert und verlangte von seinem Versicherer Schadenersatz. Dieser lehnte ab, weil „NotPetya“ als kriegsähnliche von staatlichen Stellen in Russland orchestrierte Aktion eingestuft wird und deshalb vom Versicherungsschutz ausgeschlossen sei.

Vorerst nur der vorsichtige Versuch einer Annäherung

Angesichts dieser spezifischen Probleme überrascht es nicht, dass sich Versicherer dem neuen Geschäftsfeld eher vorsichtig und mit unterschiedlich ausgeprägtem Enthusiasmus nähern. Das wird besonders deutlich beim Vergleich der beiden größten Rückversicherer der Welt, Munich Re und Swiss Re: Während Swiss Re dem Geschäft aufgrund des Kumulrisikos skeptisch und entsprechend zurückhaltend gegenübersteht, hält Munich Re die Probleme für beherrschbar. Munich Re sieht sogar attraktive Wachstumschancen für den Cyberrisiken-Versicherungsmarkt: Ihrer Meinung nach wird sich das Prämienvolumen bis 2025 etwa verfünffachen – auf rund 25 Mrd. US-Dollar. Dabei strebt Munich Re für sich einen Marktanteil von 10% an. Sicher sagen lässt sich aus heutiger Sicht nur, dass dieses Wachstumfeld aufgrund seiner Komplexität und des damit verbundenen Know-how-Bedarfs zunächst nur für die großen kapitalstarken Versicherer infrage kommen dürfte.



Philosophen sind keine Ingenieure

Diogenes geht mit der Konjunktur

GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

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.

Rezession? Oh je, nicht gerade Diogenes' Lieblingsthema. In seiner Ausbildung zum griechischen Philosophen kam das nicht vor. Diogenes horcht zwar jedes Mal ungewollt auf, wenn er „Ökonomie“ oder „Ökologie“ hört, aber nur, weil „oikos“ in seiner Muttersprache „Haus“ bedeutet. Das hatte damals nichts mit Volkswirtschaft zu tun. So etwas wie Konjunktur gab es nicht. Überhaupt war bei den alten Griechen wirtschaftlich herzlich wenig los. Ein Tag war wie der andere, außer dem Wetter änderte sich meistens gar nichts. Die Bauern, also die große Mehrzahl der alten Griechen, waren auf ihrer Hände Arbeit angewiesen, um ihr Überleben zu sichern. Wer einen Esel oder einen Karren besaß, zählte schon zum Mittelstand.

Es gab natürlich Krisen – auch ein griechisches Wort –, aber die wurden nicht ausgelöst durch so neumodische Dinge wie Überschuldungsprobleme oder nachlassendes Verbrauchervertrauen, sondern durch harte Fakten wie verlorene Kriege oder Missernten. Aufschwünge kamen vor, wenn man einen Krieg gewonnen oder neue Kolonien erschlossen hatte. Oder wenn in Lavreotiki (etwa eine Autostunde südlich von Athen) neue Silbervorkommen entdeckt wurden, die man gegen ausländische Luxusgüter eintauschen konnte. Davon hatten die kleinen Leute wenig. Der Gedanke, dass es den Kindern einmal besser gehen sollte als einem selber, lag ihnen fern. Den Begriff „Wachstum“ gab es nur in Verbindung mit „Vergehen“.

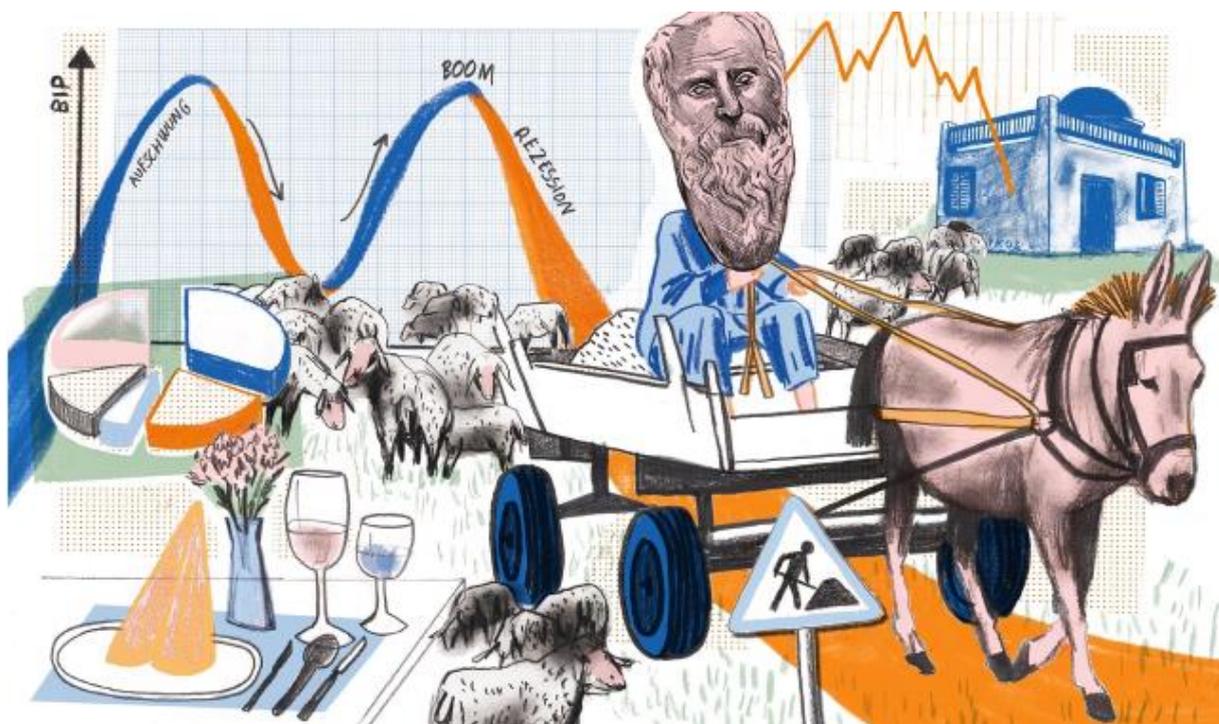
Diogenes vermutet heute, dass das vor allem daran liegt, dass die alten Griechen mit Technologie wenig am Hut hatten. Kluge Männer haben zwar damals schon vieles ausgedacht und sogar manches gebaut, was heute als visionär gilt. Aber der Gedanke, diese Ideen wirtschaftlich nutzbar zu machen, kam ihnen nicht. Sie waren eben Philosophen, keine Ingenieure. Die Erklärungen für die Krisen fielen entsprechend wolkig aus: Schuld war der Verfall der allgemeinen Moral und der allgemeinen Politik. Es lief meistens darauf hinaus, dass man den Göttern wieder mehr opfern müsse, um ihre Gunst zurückzugewinnen. Funktionierte das selten.

Man könnte sagen, eine derart stoische Einstellung hat auch ihr Gutes. Sie verhindert beispielsweise, dass die Bevölkerung schon bei einer bloßen Verlangsamung des Wachstums in Panik verfällt und damit den Abschwung auslöst und verstärkt. Diogenes ist in dieser Hinsicht selber etwas altmodisch und zweifelt manchmal am Sinn von Konjunkturfrühindikatoren und Echtzeit-Finanzmarktsignalen, die den Herdentrieb befördern und die Konjunktur schon zum Umkippen bringen können, lange bevor irgendein Bürger oder Unternehmen konkret etwas von einer Abschwächung spürt.

Wer heute durch Deutschland reist und die gut besetzten Restaurants, das Gewusel auf den Straßen, das Gewirr der Baukräne und die babylonische Sprachenvielfalt sieht, würde wohl kaum an eine wirtschaftliche Flaute denken. Dass die Wirtschaft nicht auf ewig derart brummen kann, ist doch eigentlich selbstverständlich. Was wäre schlecht daran, wenn man im Restaurant auch ohne Reservierung mal wieder einen Tisch fände, wenn wieder etwas weniger Überstunden gearbeitet werden müssten, wenn man auf erneuerten Straßen wieder fahren statt sich durch Baustellen schlängeln könnte? Und wenn die Bauarbeiter aus Osteuropa mal wieder nach Hause fahren, ihre Familien sehen und ihr verdientes Geld ausgeben könnten?

Diogenes hält keinesfalls Wachstum für schlecht. Im großen Lauf der Dinge geht stets einiges unter. Und das, was bleibt, wird wegen des technischen Fortschritts immer arbeitssparender produziert – deshalb muss ständig etwas Neues hinzukommen, damit die Menschen Arbeit haben. Die starke Konjunktur hat auch dazu beigetragen, dass heute weniger Menschen wirtschaftlich schlecht dastehen. Trotzdem gibt es in Deutschland noch Armut. Nur: Die Vorstellung, dass man das Wachstum fortwährend antreiben muss und dass dann auch der letzte Rest von Armut verschwindet, scheint ihm nicht vernünftig. Besser sollen die Reichen etwas von ihrem Überfluss abgeben. Diogenes kennt das, denn er hat ja damals selber mehr oder weniger von Almosen der Reichen gelebt. Das war ihm nicht immer angenehm. Er ist froh darüber, dass heute jeder, der in eine Notlage gerät, Anspruch auf die Leistungen des staatlichen Sozialsystems hat, ohne sich bei einem reichen Wohltäter lieb Kind machen zu müssen. Und das staatliche Sozialsystem funktioniert halt umso besser, je stärker die Konjunktur ist.

Diogenes wäre kein Weiser, wenn er leugnete, was vor Augen ist: Es gibt den Fortschritt doch. Den meisten Menschen geht es heute besser als ihren Eltern. Und er kann nur hoffen, dass jetzt aus der konjunkturellen Abschwächung nicht die große Rezession herbeigeredet wird. Und dass es auch unseren Kindern besser gehen wird als uns.



Hinweise

1.) Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten oder Finanzindizes in der Vergangenheit stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar.

2.) Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen 'brutto' angegeben, d.h. insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und ggf. Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann.

3.) Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.

Zu den Details eventuell genannter Anlageempfehlungen, insbesondere auch zu den jeweils offenzulegenden Interessenkonflikten zu Emittenten, verweisen wir auf die jeweils aktuelle Research-Publikation zu diesen Emittenten sowie unsere Website www.dzbank.de/Pflichtangaben.

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
E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand

Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus,
Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

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 Bundesan-
stalt 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
www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt

Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2019
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 13. März 2019

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.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - 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 **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.