

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich
Research. Trends. Analysen.

#2
Juni 2019

An abstract graphic composed of numerous small, overlapping particles in shades of orange and yellow, forming a large, irregular shape that resembles a stylized animal or a splash of paint. The particles are more densely packed in some areas, creating a gradient of color from light yellow to deep orange.

Einfach verpufft

Werden niedrige Zinsen zum Dauerzustand?

Inhalt

AUSGABE #2 / 2019



IM FOKUS

Einfach verpufft

Werden niedrige Zinsen zum Dauerzustand?

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Auf und Ab

Schwaches Wachstum belastet
Aktienmarktausblick

Seite 9



ANLAGESTRATEGIE

Spürsinn gefragt

Von der Krux, die richtige
Vermögensanlage zu finden

Seite 12

Niedrigzins

EXPERTEN-INTERVIEW

Mit Christoph Kutt,
Leiter Research Zinsmärkte DZ BANK

Seite 15

B³

DZ BANK BLOG

Bestes aus Bielmeiers Blog

Seite 17



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Überraschend wandelbar

Wie Versicherer sich im Niedrigzinsumfeld zu attraktiven Dividendenzahlern entwickeln konnten

Seite 120



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 24



WUSSTEN SIE SCHON?

Warum Sparer leer ausgehen

Was hat die Geldpolitik mit Ihrem Sparbuch zu tun?

Seite 30



WAS IST EIGENTLICH

Ein Bürgerfonds

Deutschlands Bonität könnte der neue Rohstoff für die Rente sein

Seite 34



THINK-TANK

Wer zähmt den Wohnungsmarkt?

Enteignung oder Angebot und Nachfrage

Seite 38



GLOSSE

Ist mehr doch weniger?

Diogenes legt alles auf die Zinswaage

Seite 42

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 44

Zinsen – war da mal was?

EDITORIAL

Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

können Sie sich noch an Renditen von über 8% auf Bundesanleihen erinnern? Das gab es zuletzt Anfang der 1990er-Jahre. Doch die goldenen Zeiten für Sparer gehören seitdem der Vergangenheit an. Mit den Zinsen ging es stetig bergab. Heute bringen deutsche Staatsanleihen überhaupt keine positive Rendite mehr. Man muss sogar noch Geld mitbringen, wenn man eine sichere Anlage sucht und dem Staat sein Geld leihen will.

Kein Wunder also, dass sich nicht nur große Investoren, sondern auch viele Privatanleger Gedanken machen. Wie konnte es so weit kommen? Und welche Folgen hat das Niedrigzinsumfeld an den Kapitalmärkten? Vor allem aber: Wie können die Anleger darauf reagieren? All diesen Fragen gehen wir in der Frühjahrsausgabe von Friedrich nach. Dabei gehen wir zunächst den Ursachen für den jahrelangen Renditeverfall auf den Grund und beleuchten die Rolle der Notenbanken in diesem Prozess. In unserer Rubrik „Anlagestrategie“ diskutieren wir, wie die Niedrigzinsen das Investorenverhalten beeinflussen und welche Chancen sich bieten. Dass sich auch in diesem Umfeld annehmbare Erträge erwirtschaften lassen, zeigen die Lebensversicherer, denen wir unser „Research-Spezialthema“ gewidmet haben.

Was für Anleger in der Regel ein Problem ist und deutsche Sparer jedes Jahr viele Milliarden an Zinseinkünften kostet, ist für Kreditnehmer ein traumhaftes Umfeld. Schuldner mit hoher Bonität bekommen derzeit das Kapital fast umsonst. Ist es da zum Beispiel für den deutschen Staat nicht sinnvoll, viel mehr Schulden aufzunehmen und das Geld vernünftig anzulegen? Diese Diskussion hat in den letzten Monaten Fahrt aufgenommen, nicht zuletzt durch einen Vorschlag vom Münchener ifo Institut. Wir finden die Idee eines Staatsfonds – genauer eines Bürgerfonds –, der sich aus billigen Krediten speist und mit langfristigen Anlagen die Rentenkassen der Zukunft aufbessern soll, zumindest bedenkenswert. Mehr hierzu in unserem Beitrag „Was ist eigentlich ein Bürgerfonds?“.

Liebe Leserinnen und Leser, dass früher alles besser war, das kommt einem ja meistens nur so vor. Das meiste war tatsächlich schlechter, zumindest wenn wir auf die materiellen Lebensumstände schauen. Die Einkommen und der Wohlstand sind in den letzten Jahrzehnten kräftig gestiegen und auch die meisten Rentner haben heute ein gutes Auskommen. Aber an eine Sache, die es früher einmal gab und heute nicht mehr, darf man sich tatsächlich mit Wehmut erinnern: an ordentliche Zinsen auf sichere Geldanlagen.

Ihr Stefan Bielmeier
Chefvolkswirt



Einfach verpufft

Werden niedrige Zinsen zum Dauerzustand?

IM FOKUS

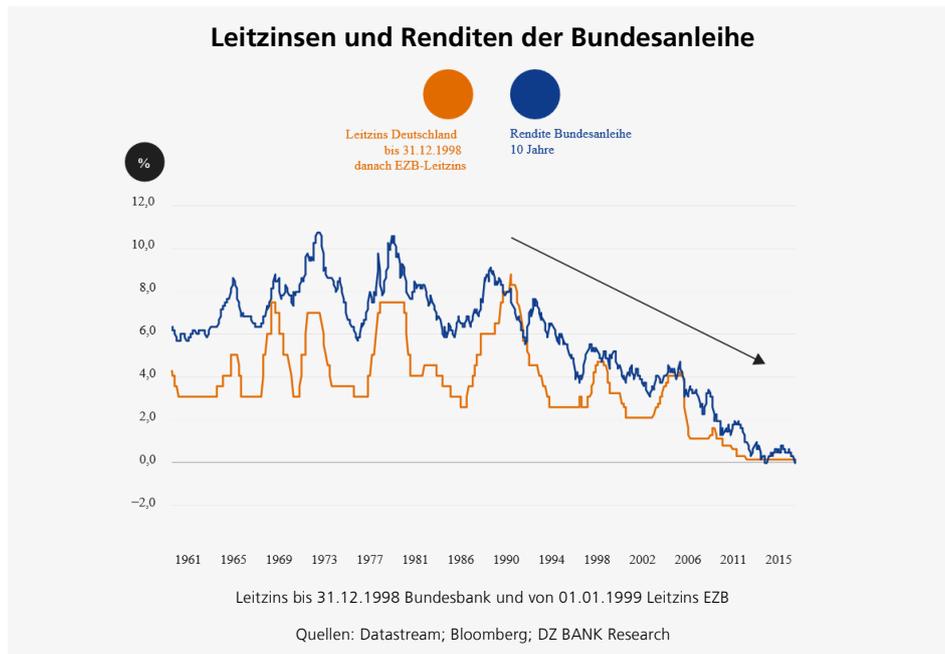
Birgit Henseler, Analystin

Wird über das rekordverdächtig niedrige Zinsniveau gesprochen, gerät fast immer die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) in den Fokus. Aber sie alleine als Hauptübeltäter für die entgangenen Zinserträge auszumachen, wäre zu kurz gedacht. Zumal der Zinsrückgang – zwar weniger ausgeprägt – schon lange zuvor eingesetzt hat. Welche anderen Faktoren wirken also noch auf das Zinsniveau und vor allem wie lange?

Gründe und Folgen der Geldpolitik

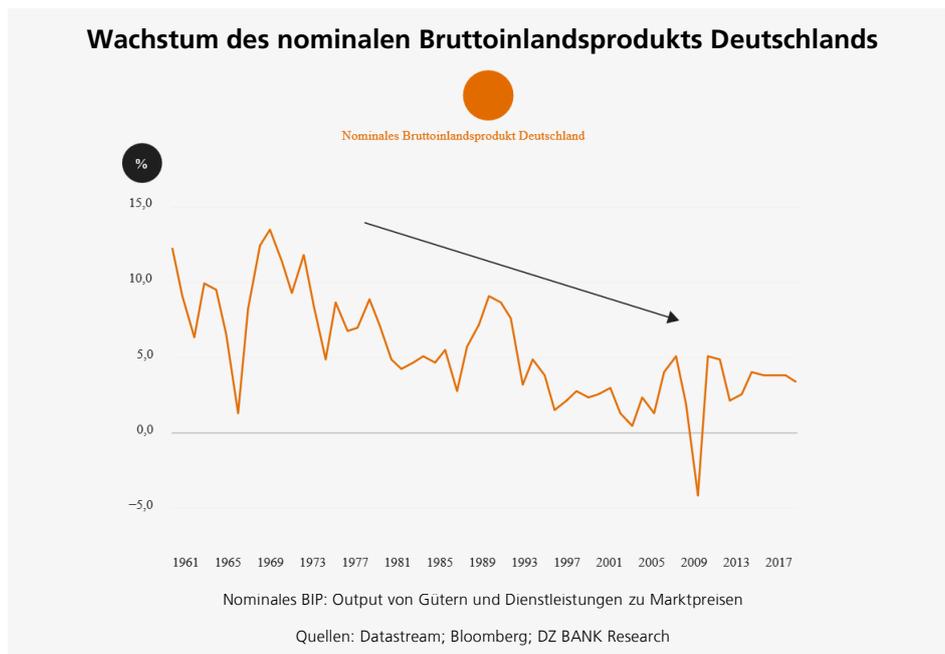
Den Ausschlag für das Eingreifen der EZB gab die Finanzkrise, die in ihrem Umfang und ihrer Tragweite beispiellos war. Die zeitlich schnell aufeinanderfolgenden wirtschaftlichen Einbrüche erforderten außergewöhnliche wirtschaftspolitische Maßnahmen seitens der Zentralbank. Somit war die Geldpolitik der EZB sprichwörtlich der letzte Retter in der Not. Mit Leitzinssenkungen und Liquiditätsmaßnahmen, wie Anleihenkäufen, hat sie größere Abwärtsrisiken gebannt und den Boden für eine moderate konjunkturelle Erholung bereitet. Nach Schätzungen der EZB hat das Anleihenkaufprogramm die Renditen der Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit in der Eurozone um rund 1 Prozentpunkt gesenkt. Zusätzlich zum Rückgang der Zinsen beigetragen haben die Leitzinssenkungen bis auf ein Niveau von null.

Ziel dieser Maßnahmen war es, die Kreditvergabe in der Eurozone anzuschieben, um so das Schreckgespenst Deflation, de facto sinkende Preise, zu vertreiben. Denn die EZB befürchtete, dass es zu einer allgemeinen Zurückhaltung kommt: angefangen beim Konsum im Privatsektor über die Investitionen der Unternehmen bis hin zur Kreditvergabe des Finanzsektors. Ein solches Szenario hätte eine langanhaltende Phase mit niedrigem bis negativem Wirtschaftswachstum zur Folge gehabt, einhergehend mit einer niedrigen bis negativen Inflation sowie einer hohen Arbeitslosigkeit. Mahnendes Beispiel war die Situation Japans in den 1990er-Jahren nach dem Platzen der Spekulationsblase. Durch das Eingreifen der EZB konnte eine solch dauerhafte Deflationsspirale in Europa abgewendet werden. Tatsächlich wächst die Wirtschaft seit einigen Jahren wieder moderat. In der Folge hat die EZB ihre Geldpolitik wieder weniger expansiv ausgerichtet und den geldpolitischen Stimulus zurückgeführt. Anfang dieses Jahres wurden die (Netto-)Anleihenkäufe beendet. Allerdings verläuft die konjunkturelle Erholung in der Eurozone sehr schwach. Somit dürften **Leitzinserhöhungen**, die in der Vergangenheit immer zu höheren Zinsen am Kapitalmarkt geführt haben, noch länger auf sich warten lassen.



Da ist noch mehr

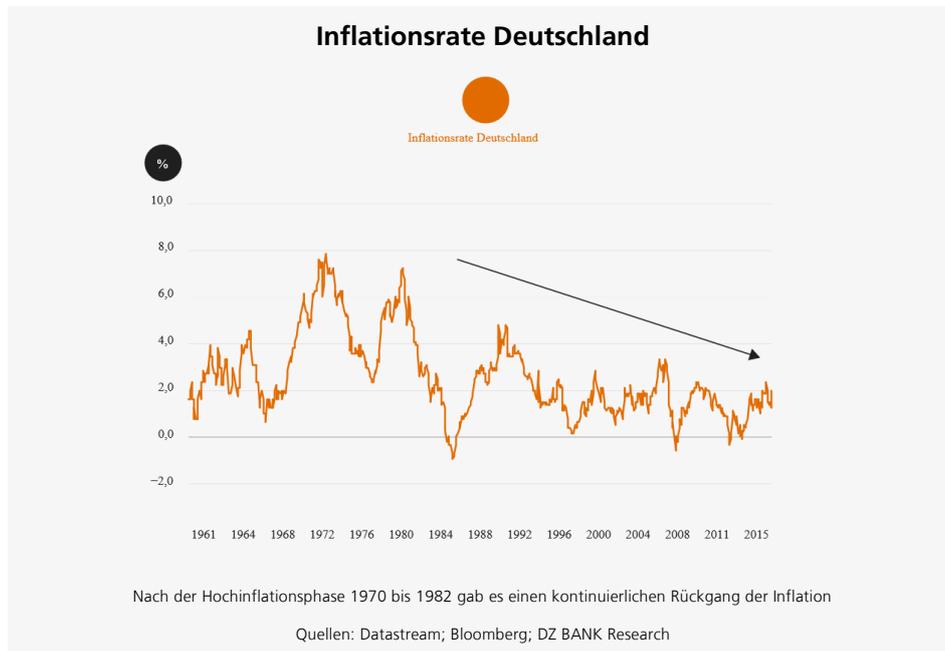
Nur der Notenbank die Schuld an den niedrigen Zinsen zu geben, ist jedoch zu kurz gegriffen. Tatsächlich ist seit Beginn der 1980er-Jahre ein deutlicher Rückgang der Zinsen erkennbar. Insbesondere die Renditen der längerfristigen deutschen Bundeswertpapiere befinden sich seit Jahrzehnten im Sinkflug. Und nicht erst seit der sehr expansiven Geldpolitik der EZB, die 2010 ihren Anfang nahm. Es müssen also weitere langfristige Umstände für die niedrigen Zinsen verantwortlich sein, die sich womöglich auch in den kommenden Jahren nicht umkehren werden. Hier kommen langfristige Faktoren globaler und struktureller Natur ins Spiel. Zwei wesentliche Bestimmungsgrößen für den Niedergang der Zinsen in den zurückliegenden 30 Jahren lassen sich ausmachen: ein niedrigeres Trendwachstum und ein nachhaltiger Rückgang der Inflationsraten weltweit. Beide beruhen wiederum auf einer Vielzahl von Gründen. Einer davon ist der demografische Wandel als wesentlicher Treiber. Sinkt die Bevölkerungszahl bei gleichzeitig steigender Lebenserwartung, bedeutet dies: Wenn weniger Menschen arbeiten und konsumieren, sinken die Wachstumsraten. Es ist davon auszugehen, dass der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter das Wirtschaftswachstum auch in Zukunft verlangsamen wird. Ein weiteres Argument für ein schwächeres Wirtschaftswachstum könnte die Digitalisierung der Industrie sein. Denn die Vernetzung von Wertschöpfungsketten und einer teilautonomen Steuerung der Industrie hat bislang nicht zu einem kräftigen Anstieg des gesamten Produktionspotenzials geführt. Möglicherweise weil die Dominanz des Dienstleistungssektors in vielen entwickelten Volkswirtschaften größer ist.



Globales Preisdämpfungsprogramm

Außerdem wird immer wieder auf die insgesamt niedrigen Inflationsraten in vielen Industrieländern verwiesen. Hierfür verantwortlich gemacht werden unter anderem eine (zu) geringe Kreditvergabe, ein Entschuldungsprozess in etlichen Ländern sowie strukturelle Veränderungen am Arbeitsmarkt. Fürchteten früher viele Ökonomen die sogenannte Lohn-Preis-Spirale, lässt sich inzwischen feststellen, dass die Lohnentwicklung kaum noch Auswirkungen auf die Inflation hat. Dies mag daran liegen, dass Unternehmen ihre Preise nicht mehr so leicht erhöhen können. Gründe dafür sind Konkurrenzprodukte aus dem Ausland sowie eine höhere Preistransparenz, zum Beispiel durch Preisvergleiche im Internet. Zudem scheinen die Gewerkschaften angesichts des Wandels von einer Industrie- hin zu einer Dienstleistungsgesellschaft an Einfluss verloren zu haben.

Auch die über Jahrzehnte zugenommene Globalisierung dürfte zu niedrigen Preisen geführt haben. Denn die internationale Arbeitsteilung unter immer mehr Ländern führte zu einem intensiveren weltweiten Wettbewerb. Dieser zwingt die größeren Unternehmen, kostengünstig zu produzieren. So kann der Globalisierungstrend wie ein internationales Preisdämpfungsprogramm betrachtet werden, in dem Niedriglohnländer den Wettbewerbsdruck verstärken. Daraus abgeleitet verringern sich die Kostenüberwälzungsspielräume von Unternehmen in Hochlohnländern.



Sparflut und Investitionsebbe

Für eine neue durch niedrige Zinsen geprägte Normalität spricht nicht zuletzt eine hohe Sparneigung bei gleichzeitig fehlenden Investitionsmöglichkeiten. Die Ursache für die bereits seit längerem herrschende Sparflut ist, dass die Ersparnisse in etlichen Ländern den Investitionsbedarf bei Weitem übersteigen. So spart eine alternde Bevölkerung deutlich mehr für später als eine junge und dynamisch wachsende Gesellschaft. Daneben erwirtschaften zahlreiche asiatische Länder Außenhandelsüberschüsse, die wiederum in das weltweite Finanzsystem zurückfließen. Zusätzlich konnten Ölproduzenten ihre Gewinne steigern. Zunehmender Anlagebedarf führt dann zu steigender Nachfrage nach Kapitalanlagemöglichkeiten und damit gegebenenfalls zu niedrigen Zinssätzen. Die Diskussion ist eng angelehnt an den von Ben Bernanke, ehemaliger US-Notenbankvorsitzender, geprägten Begriff der Sparschwemme (savings glut). Technisch formuliert entsprechen in einem volkswirtschaftlichen Gleichgewicht die Investitionen der Ersparnis. Jeder einzelne teilt sein Einkommen so ein, dass er einen Teil konsumiert und einen anderen Teil spart (Konsumverzicht). Der gesparte Teil steht anderen Marktteilnehmern für Investitionen zur Verfügung. Steigt die Sparquote stärker als die geplanten Investitionsausgaben der Unternehmen, so werden die Sparer nur einen geringeren Zinssatz erhalten, weil ihr Geld eben weniger benötigt wird. Aufgrund des Konsumverzichts wird weniger produziert und investiert, wodurch das gesamtwirtschaftliche Wachstum und die Inflationsraten niedriger ausfallen. Parallel dazu sinkt der Zinssatz.

Bleibt alles beim Alten?

Mit einer nachhaltigen konjunkturellen Erholung in der Eurozone dürfte die EZB einen sehr langsamen Normalisierungsprozess der Geldpolitik einleiten. Zwar dürften die Leitzinsen auf absehbare Zeit niedrig bleiben, eine weniger expansive Geldpolitik dürfte mittelfristig jedoch zu wieder höheren Renditen führen. Dennoch ist es unwahrscheinlich, dass die Zinsen für Bundeswertpapiere auf das Niveau der 1980er- oder 1990er-Jahre zurückkehren. Denn gleichzeitig sprechen längerfristige Gründe dafür, dass das niedrige Niveau der Zinsen wohl ein neuer Dauerzustand werden könnte.



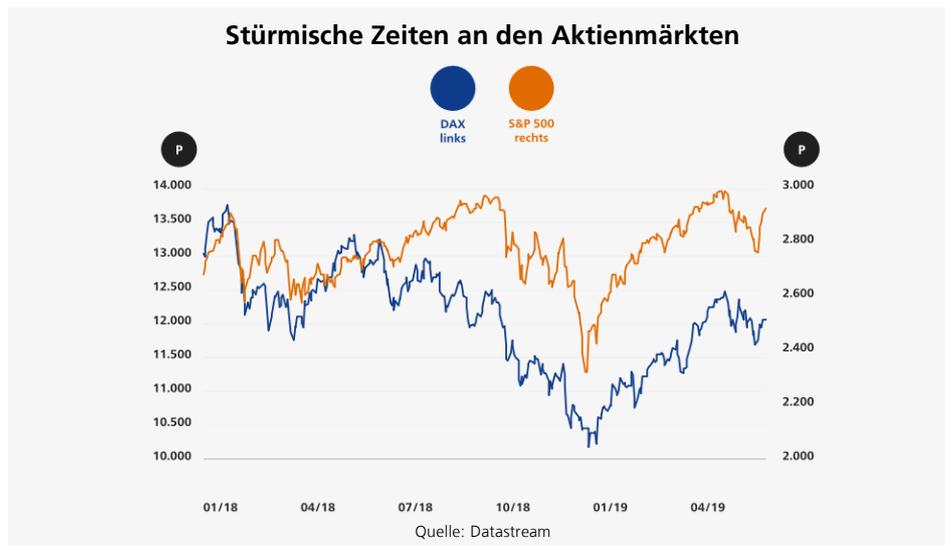
MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Innerhalb der ersten Monate dieses Jahres haben die Aktienmärkte ihre zuvor erlittenen Kursverluste mehr als kompensiert. Denn die weltwirtschaftliche Lage zeigte Anzeichen einer Verbesserung. Anfang Mai jedoch geriet die Erholung an den Aktienmärkten durch politische Konflikte ins Stocken, ehe die sich verdichtenden Spekulationen auf eine expansivere US-Geldpolitik den Märkten wieder unter die Arme griffen. In Zukunft dürften der Zollstreit und die damit verbundenen negativen Implikationen für den Welthandel die Märkte tangieren.

Bis Anfang Mai 2019 stiegen die Aktienmärkte kontinuierlich an

Die Aktienmärkte dies- und jenseits des Atlantiks haben von Januar bis Anfang Mai eine beeindruckende Performance gezeigt. Während es mit dem Index der Technologiebörse Nasdaq um rund 22% aufwärtsging, verbuchte der DAX Zuwächse von bis zu 18% und erreichte mit 12.435 Punkten einen Jahreshöchststand. Nachdem noch im Schlussquartal 2018 ein starker Konjunkturpessimismus die Börsen geprägt hatte, war anschließend mit der Hoffnung auf eine Einigung im Zollstreit zwischen den USA und China die Zuversicht in die Weltwirtschaft zurückgekehrt.



Nach politisch bedingten Rücksetzern stützen US-Zinssenkungserwartungen (noch) die Märkte

Im Mai bestimmten aber in erster Linie (handels-)politische Entwicklungen das Geschehen an den weltweiten Aktienmärkten und sorgten für Verunsicherung. Allen voran der wieder verschärfte US-Handelsstreit mit China: Dem gegenseitigen Verhängen von Strafzöllen folgten die Sanktionen der US-Administration gegenüber dem chinesischen Technologiekonzern Huawei. Die US-Regierung hat den Konzern auf eine schwarze Liste gesetzt. Damit ist es US-amerikanischen Unternehmen nur noch unter Einhaltung strenger Auflagen möglich, Geschäfte mit dem chinesischen Unternehmen zu machen. Mittlerweile hat Trump die Sanktionen gegenüber Huawei zwar wieder gelockert, doch Ruhe ist damit noch längst nicht eingekehrt. Der Konflikt gipfelte darin, dass China in Aussicht gestellt hat, die Ausfuhr von seltenen Erden, ein wichtiger Rohstoff für Elektrogeräte und Hochtechnologie-Produkte, in die USA zu beschränken, und die USA ihrerseits China mit Strafzöllen auf alle chinesischen Importe drohen.

Dass der deutsche Leitindex sich trotz der politischen Unwägbarkeiten und der eingetrübten Weltkonjunktur aktuell recht gut behaupten kann, liegt vor allem an der Erwartung einer wieder expansiveren Geldpolitik. Bereits Anfang Juni verdichteten sich durch Äußerungen hochrangiger Fed-Mitglieder die Spekulationen auf eine baldige Leitzinssenkung der Fed. Auch die DZ BANK rechnet mit sinkenden US-Leitzinsen noch in diesem Jahr. Diese Leitzinssenkungserwartungen nahmen infolge eines schwachen US-Arbeitsmarktberichts weiter zu und verliehen den Aktienmärkten Auftrieb.

Im Gegensatz dazu ist nach unserem Dafürhalten die Wahrscheinlichkeit deutlich gesunken, dass es Ende Juni auf dem G20-Gipfel zu einem „Deal“ zwischen den USA und China kommt. Konsultationen zum Thema Handelskonflikt finden nicht mehr statt und die Äußerungen der Staatsoberhäupter der beiden größten Volkswirtschaften der Welt verbreiten derzeit eher die Atmosphäre einer Eiszeit. Wegen der starken internationalen Verflechtungen und eng verwobenen Lieferketten gibt es kaum ein Land, das nicht auf irgendeine Weise von diesem Konflikt betroffen ist. Nach unserer Einschätzung bleiben die bereits bestehenden Zölle auf Importe aus der Volksrepublik in Kraft und zusätzlich werden auch die restlichen Importe mit Strafzöllen belegt.

Rückläufiger Welthandel belastet Gewinnentwicklung der Unternehmen

Falls der Welthandel für einige Zeit stagniert oder sogar schrumpft, wäre die von uns erwartete Erholung der Gewinne der DAX-Unternehmen Vergangenheit. In Anbetracht eines zukünftig härteren US-Zollregimes und anderer politischer Unwägbarkeiten wie dem Brexit dürften die stark zyklischen DAX-Unternehmen nun sogar einen leichten Gewinnrückgang hinnehmen müssen. Darüber hinaus zeigt das Jahr 2019 erneut, dass die Unternehmen im bedeutenden Automobilsektor sowohl mit einer sinkenden Nachfrage im Massenmarkt (unter anderem China) als auch mit dem strukturellen Wandel in Richtung Hybridmobilität klarkommen müssen. Diese Doppelbelastung sollte, trotz aller geplanten Einsparungen seitens der Unternehmen, zunächst die Gewinnmargen drücken. Damit würde die Gewinnentwicklung im deutschen Leitindex zusätzlich gebremst werden. Wir gehen davon aus, dass die Aktienanalysten in der kommenden Berichtssaison ihre optimistischen Wachstumsannahmen für die Unternehmensgewinne 2019 nach unten revidieren müssen. Erschwerend kommt hinzu, dass sowohl der DAX als auch der Euro Stoxx 50 im historischen Vergleich nicht mehr günstig bewertet sind.

Fazit

Auch vonseiten der Notenbankpolitik dürfte der Aktienmarkt künftig wohl keinen weiteren Auftrieb erfahren. Die Märkte rechnen bereits mit bis zu drei US-Leitzinssenkungen in diesem Jahr, was wir für übertrieben halten. Erschwerend kommt hinzu, dass uns die politischen Unsicherheiten weiterhin begleiten. Die damit verbundene Wachstumsverlangsamung hat auch Auswirkungen auf unseren Aktienmarktausblick für den DAX und den Euro Stoxx 50. Für das Jahresende 2019 erwarten wir, dass die beiden Leitindizes 11.500 Zähler beziehungsweise 3.400 Punkte erreichen. Zum 30. Juni 2020 sollte der DAX bei 12.200 Punkten und der Euro Stoxx 50 bei 3.450 Zählern stehen.

Aktienmarktprognosen in der Übersicht

	Index	31.12.19	30.06.20
Europa	Euro Stoxx 50	3400	3450
Deutschland	DAX	11500	12200
USA	S&P 500	2900	3000

Quelle: DZ BANK



ANLAGESTRATEGIE

Christian Kahler, Analyst

Für Sparer sind die niedrigen Zinsen ein Graus. Auf dem Konto wird das Geld Jahr für Jahr weniger, weil die Gebühren die Mini-Zinsen meist übersteigen. Und nach Abzug der Inflation ist der reale Wertverlust noch größer. Was also tun, um wenigstens den Wert zu erhalten?

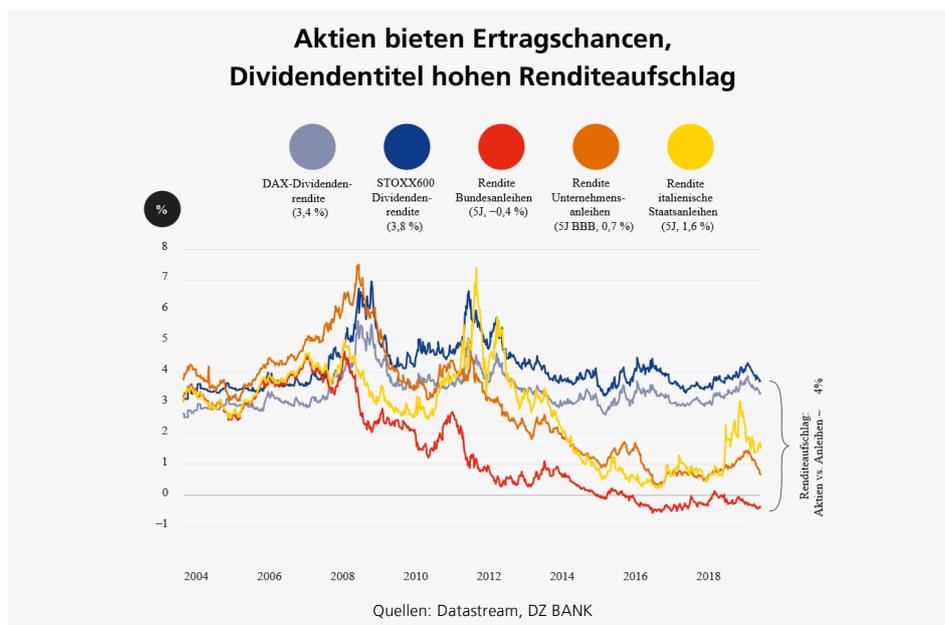
Hauptsache Dividende

Bundesanleihen gelten mit einer Laufzeit von zehn Jahren europaweit als Referenzanlage unter den festverzinslichen Wertpapieren. Derzeit notieren sie mit einer negativen Rendite. Zieht man die moderate Inflation ab, ergibt sich eine negative Realverzinsung von 1,4%. Hochgerechnet auf zehn Jahre vernichten Sparer so rund 14% ihres Kapitalstocks.

Doch nicht nur der deutsche Anleihemarkt weist eine negative Realrendite auf. Unter den größten 32 Staatsanleihemärkten der Welt verlieren Anleger derzeit auf 15 Märkten nach Kaufkraftverlust Geld. Bei Unternehmensanleihen sieht es nicht besser aus. Wer eine auskömmliche Rendite sucht, wird an den Anleihemärkten kaum noch fündig. Mit Ausnahme der USA: Dort rentieren Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit mit einer Rendite von 2,1% und auch Unternehmensanleihen werfen etwas mehr ab als in Europa. Allerdings geht man mit Anlagen in den Vereinigten Staaten ein Währungsrisiko ein, das den Zinsertrag zunichtemachen kann.

Abseits des Anleihe-segments sieht es nicht viel besser aus. Immobilien sind sehr teuer und auch an den Aktienmärkten liegt die Bewertung etwas über den historischen Durchschnittswerten. Es darf nicht viel schiefgehen, sonst werden die ohnehin spärlichen Ertragsersparungen noch verfehlt. Es sei denn, der Atem der Anleger ist lang genug, um mögliche Kursrücksetzer auszuhalten. Dreh- und Angelpunkt in den kommenden zwölf Monaten bleiben für die Aktionäre die hohen Dividendenausschüttungen (DAX: 3,4%, Euro Stoxx: 50 3,8%). Sie gewinnen im Umfeld schwach wachsender Unternehmensgewinne an Bedeutung. Anleger erhalten dank Dividende eine attraktive „Stillhalteprämie“, die die Verzinsung von Anleihen so deutlich wie seit langer Zeit nicht mehr übersteigt. Zumindest wird damit das Warten auf bessere konjunkturelle Zeiten entschädigt.

Anleger erhalten dank Dividende eine attraktive „Stillhalteprämie“, die die Verzinsung von Anleihen so deutlich wie seit langer Zeit nicht mehr übersteigt



Durchhalten

Für die kommenden Jahre ist kaum zu erwarten, dass sich an dem Bild niedriger Renditeerwartungen etwas grundlegend ändert. Die viel gerühmten „japanischen Verhältnisse“ – eine Mischung aus hoher Staatsverschuldung, Nullzinsen, einer alternden Gesellschaft und einem niedrigen Wirtschaftswachstum – fordern Politikern und Notenbankern einiges ab. Da ist es verlockend, die Zinsen einfach niedrig zu halten.

Dieser Tage ist ersichtlich: Die Höhe des allgemeinen Zinsniveaus wirkt auf die Preise von Vermögensanlagen – darunter Aktien und Immobilien – wie die Gravitation auf Menschen: Je niedriger die Zinsen, desto höher die Assetpreise und umgekehrt. Die Notenbanken bleiben wohl noch bis Ende der 2020er-Jahre und möglicherweise auch darüber hinaus sehr expansiv. Das hilft den Unternehmen und damit auch den Aktienkursen. Dies wiederum können Anleger zu ihrem Vorteil nutzen, allerdings ist Geduld gefragt.

Für die kommenden Jahre ist kaum zu erwarten, dass sich an dem Bild niedriger Renditeerwartungen etwas grundlegend ändert.

Langfristig zählen andere Kriterien

Der übermäßige Fokus von Aktieninvestoren auf die Zinspolitik der großen Notenbanken ist dem eigenen Anlageerfolg abträglich. EZB-Chefs wie Duisenberg, Trichet und Draghi kommen und gehen. Anleger bleiben, ebenso Unternehmen wie Daimler, BASF und Allianz. Und ein erfolgreiches Unternehmen wie Adidas oder Amazon baut Werte auf. Deren Gründer hatten langfristige unternehmerische Visionen – möglicherweise haben sie nie auf die Umlaufrendite von Anleihen geachtet. Ob eine Aktie gekauft wird, sollte bestimmt sein vom Verständnis des Geschäftsmodells eines Unternehmens, der Qualität des Managements und dem Preis, also dem Aktienkurs. Wo die Zinsen stehen, ist meist irrelevant. Anders sieht es aus, wenn die Unternehmen es mit dem Kredithelb übertrieben haben und einen möglichen Zinsanstieg nicht aushalten, weil die Zinslast zu groß wird. Anleger umgehen das Problem am besten, indem sie ausschließlich auf gering verschuldete Unternehmen setzen.

Ganz ohne Risiko geht es nicht

Wer abseits der Aktienmärkte nach Anlageideen sucht, wird von Zeit zu Zeit auch bei Unternehmensanleihen fündig. Aber auch hier gibt es Risiken. Denn wegen der niedrigen Zinsen und der hohen Nachfrage müssen Anleger auf der Ratingskala immer weiter nach unten steigen, um eine spürbar höhere Marktrendite zu erlangen. Selbst bei den Hochzinsanleihen, früher Junk-Bonds genannt, ist in den USA die Rendite seit Beginn dieses Jahres wieder in Richtung von 6% gerutscht. Nach einer Währungsabsicherung bleibt von diesem Ertrag nicht viel übrig. Eine weitere Möglichkeit sind Schwellenländeranleihen, die einen beachaulichen Mehrertrag zur Marktrendite bieten. Allerdings machen Währungsschwankungen und politische Unsicherheiten sie nicht selten zu einem Wagnis.

Eine gute Lösung zur Risikodiversifikation bietet indes der Kauf von Fonds, ETFs oder Anlagezertifikaten. Zwar sind diese hinsichtlich anfallender Verwaltungsgebühren etwas teurer als Direktanlagen, allerdings sinkt das Risiko dank der breiteren Aufstellung. Viele dieser Anlagen bringen auch noch eine kleine Ausschüttung, sodass wenigstens der reale Erhalt des Anlagekapitals ein machbares Unterfangen darstellt.

Niedrigzins

EXPERTEN-INTERVIEW

Interview (vom 5. Juni 2019) mit Christoph Kutt, Leiter Research Zinsmärkte DZ BANK

Gibt es ein Recht auf Zinsen? Beobachtet man die öffentliche Diskussion über die Politik der Zentralbanken, könnte man auf diese Idee kommen.

Dabei machen die eigentlich nur ihren Job – letztlich sogar mit Erfolg.

Christoph Kutt erklärt Hintergründe und Auswege aus der aktuellen Nullzinspolitik.

Friedrich: Wie ist die aktuelle Geldpolitik von EZB und Fed einzuschätzen?

Christoph Kutt: Die Fed-Politik ist eher neutral im Moment, die EZB-Politik ist weiterhin expansiv. Das heißt, die EZB fährt eine Nullzinspolitik und die Fed hatte schon auf ein gewisses Niveau erhöht und beide Banken haben damit eigentlich auf die jüngste Schwäche der Konjunktur reagiert.

Friedrich: Oft wirken die Maßnahmen der Zentralbanken willkürlich, Stichwort: Leitzinssenkungen und Anleihekäufe. Ist die Geldpolitik der EZB ein Fehler?

Christoph Kutt: Das, was die EZB gemacht hat, war richtig und nötig. Sie hat ja den Auftrag, die Inflation weder zu stark fallen noch zu stark steigen zu lassen. Der erstere Fall war ja das Problem in den letzten Jahren und da hat sich die EZB schon mit aller Macht dagegengestellt, um eben Deflationsrisiken zu begrenzen und auch den Wirtschaftsraum vor dem Kollaps zu bewahren. Man muss sagen, dass man ihr eigentlich dafür schon Anerkennung schenken muss.

Friedrich: Die japanische Zentralbank versucht so seit Jahren, die Inflation wieder zu beleben – scheinbar ohne Erfolg. Steht auch der Eurozone eine solch lange Nullzinsphase bevor?

Christoph Kutt: Ja, die Wahrscheinlichkeit ist zumindest gegeben. Es gibt ja verschiedene Faktoren, die für niedrige Zinsen sprechen oder dafür sorgen. Wir haben strukturelle Effekte wie Demografie, Globalisierung, Digitalisierung, veränderte Mechanismen zwischen Arbeitsmarkt und Inflation. Aber aktuell ist eben auch ganz entscheidend die hohe Unsicherheit, die durch Protektionismus und Nationalismus entsteht. Und deshalb muss die EZB-Politik so sein, wie sie ist. Wenn sich an diesen Umständen nichts grundlegend ändert, dann bleiben auch die Zinsen weiterhin niedrig.

Friedrich: Welche Maßnahmen könnten ein Japan-Szenario verhindern?

Christoph Kutt: Herr Draghi spricht es ja immer wieder an in seiner Pressekonferenz – alle sechs Wochen – schon seit Jahren: Es bedarf eben eines Zusammenspiels von Wirtschaftspolitik und Geldpolitik. Die Wirtschaftspolitik müsste auf Reformen ausgerichtet sein. Das kommt in der Bevölkerung nicht gut an und treibt dann die Wähler auch in die Arme der Populisten, siehe Italien. Und das wollen natürlich die etablierten Politiker vermeiden. Andere Möglichkeiten wären – um das Produktionspotenzial zu steigern – Investitionen in Bildung und in Infrastruktur. Da ist aber das Problem: Bis das greift, dauert es länger als eine Legislaturperiode. Und – Gerhard Schröder lässt grüßen – das wird dann auch nicht gern genommen. Dementsprechend: Wenn da nichts angepackt wird, haben wir auch langfristig niedrige Zinsen, insbesondere dann eben auch auf risikolose Anlageklassen wie Sparbücher

Friedrich: Was soll man dann machen? Das Leid der Sparer ist groß.

Christoph Kutt: Im aktuellen Umfeld mit niedriger Inflation, mit schwacher Konjunktur kann man eben nicht mit besonders hohen Zinsen auf risikolose Anlagen wie ein Sparbuch rechnen. Es gibt ja nicht so etwas wie ein Grundrecht auf Zinsen. Und wie hoch sollten die dann auch sein? Zinsen ergeben sich aus dem Organismus heraus und eher nach einem Naturgesetz und was die Volkswirtschaft eben hergibt an Zinsniveau. Wer im aktuellen Umfeld mehr Rendite möchte, muss mehr Risiko wagen und sich dann auch Aktien und Immobilien und Unternehmensanleihen anschauen. Bei einem langfristigen Anlagehorizont, wie zum Beispiel für die Altersvorsorge, ist es immer noch so, dass das auch sehr anständige Renditen abwirft. Man muss nur wie mit der eigenen Arbeit darauf achten, dass, wenn man das Kapital arbeiten lässt, auch immer am Ball bleibt und auf der Höhe der Zeit.

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. Trumps Strafzölle zahlen vor allem die US-Verbraucher (vom 28. Mai 2019)

US-Präsident Donald Trump rühmt sich gern, dass die Chinesen seine Strafzölle zahlen müssen und ihm Milliarden Dollar in die Staatskasse spülen. Richtig ist die Darstellung nicht. Die US-Importeure können die Zölle, die sie selbst zahlen müssen, nur dann an die Chinesen überwälzen, wenn sie von den chinesischen Exporteuren entsprechende Rabatte gewährt bekommen. Es mag Ziel der US-Regierung gewesen sein, dies zu erreichen, zumindest hat sie mit der Auswahl der betroffenen Warengruppen den Rahmen dafür gesetzt. Bislang wurden die Zölle vor allem auf Produkte mit einer relativ hohen Nachfrageelastizität erhoben – verarbeitete Nahrungsmittel und tierische Produkte beispielsweise, die relativ leicht zu substituieren sind, oder zahlreiche Zwischenprodukte. Konsumgüter, bei denen die US-Verbraucher wenig Ausweichmöglichkeiten haben, wie Kleidung oder Spielzeug, wurden von den Strafzöllen dagegen größtenteils ausgespart.

Gelungen ist die Überwälzung der Zollkosten aber nicht, das zeigen gleich mehrere aktuelle Untersuchungen aus den USA. Danach sind die Preise der betroffenen Güter in den USA durch die Zölle sichtbar gestiegen. Einzelne Produkte, wie Waschmaschinen, haben sich um 12% verteuert, Stahlprodukte um 9%. Insgesamt ist bislang rund ein Drittel der Zollbelastung an die US-Verbraucher weitergereicht worden und hat zu deutlichen Realeinkommenseinbußen geführt; einen weiteren Teil haben die US-Importeure über geringere Gewinnmargen getragen. Die Nettoverluste summieren sich inzwischen auf 7,8 Mrd. US-Dollar oder 0,04% der US-Wirtschaftsleistung.

Das erscheint erst einmal relativ gering. Die Verteilungseffekte sind jedoch ungleich größer. Die Preisanstiege treffen vor allem Haushalte der unteren Einkommenschichten, die einen hohen Anteil ihres Einkommens für die relativ billigen chinesischen Produkte aufwenden, also auch Trumps Wähler-Klientel. Selbst wenn die US-Regierung versucht, einen Ausgleich zu schaffen, indem sie die Zolleinnahmen eins zu eins als Transfers an die Haushalte und Unternehmen weiterreicht (was sie im Jahr vor den nächsten Präsidentschaftswahlen sicherlich tun wird), wird sie die Verluste kaum passgenau kompensieren können. Es wird also auch in den USA Gewinner und Verlierer geben. Macht der US-Präsident darüber hinaus seine Drohung wahr und belegt alle Importe aus China mit 25% Strafzoll, dürften die Zölle noch viel stärker zu lasten der US-Verbraucher gehen. Denn dann werden auch Produktgruppen betroffen sein, bei denen die US-Verbraucher nur wenig Alternativen haben.

2. Europawahl: höhere Wahlbeteiligung und unklare Mehrheiten, aber kein Rechtruck (vom 27. Mai 2019)

Europa hat gewählt. Erwartungsgemäß konnten die Europa-Skeptiker Zugewinne verzeichnen (in Frankreich, Großbritannien, Italien, Polen und Ungarn stellen sie sogar jeweils die stärkste Partei). Ein Erdrutschsieg der Populisten blieb allerdings aus. Trotz Verlusten bleibt die EVP stärkste Fraktion, gefolgt von den Sozialdemokraten (S&D). Für eine „Große Koalition“ von Mitte-Rechts sowie Mitte-Links wird es nicht reichen. Letzten Hochrechnungen zufolge können beide Fraktionen nur mit 329 der 751 Sitze im Europa-Parlament rechnen. Diese Zahlen berücksichtigen allerdings nicht, dass Fidesz aus Ungarn, auf die voraussichtlich 13 Sitze entfallen, der EVP den Rücken zuwenden und sich einer rechtspopulistischen Fraktion anschließen könnte. EVP und S&D werden daher auf einen dritten Partner angewiesen sein, um eine parlamentarische Mehrheit zu sichern. Hier kommen die Fraktionen ALDE (liberal) oder die Grünen infrage, die jeweils Zuwächse erzielen konnten. Die europaskeptisch-konservativen sowie rechtspopulistischen Fraktionen kommen nach jetzigem Stand zusammen auf 172 Sitze, wengleich diese Zahlen weder den möglichen Wechsel von Fidesz noch die rechtspopulistischen Parteien berücksichtigen, die bislang keiner Fraktion angehören (beispielsweise Vox aus Spanien).

Insgesamt bedeutet das Ergebnis, dass der Einfluss der Rechtspopulisten in der EU zwar wächst, die europafreundlichen Parteien aber nichtsdestotrotz weiterhin über eine klare Mehrheit verfügen. Europa driftet außerdem nicht nur nach rechts. Auch Parteien, die sich ausdrücklich für „mehr“ Europa aussprechen (Grüne und in Teilen Liberale), konnten zulegen, während die Vormachtstellung von EVP und S&D immer weiter bröckelt. Das bedeutet: Die EU ist zunehmend gespalten und uneins darüber, ob das Ziel der Gemeinschaft mehr Integration oder die Renationalisierung sein sollte. Die hohe Wahlbeteiligung zeugt außerdem vom gestiegenen Interesse der Bürger am Thema Europa.

Die EWU-Staatsanleihemärkte haben insgesamt eher mit Erleichterung auf den Wahlausgang reagiert. Das Ergebnis ist keineswegs eine rote Karte der Bürger für die europäische Gemeinschaft, wengleich die zunehmende Polarisierung der Meinungen auffällig ist und die EU vor großen politischen Herausforderungen steht. Das Hauptaugenmerk des Marktes dürfte heute allerdings auf Italien liegen. Die Lega hat einen klaren Wahlsieg errungen. Zusammen mit den potenziellen Koalitionspartnern eines rechts(populistischen) Bündnisses, Forza Italia und Brüder Italiens, erreicht sie nunmehr etwa 47% der Stimmen. Trotz aller Bekundungen, an der Koalition mit der Fünf-Sterne-Bewegung festzuhalten, könnte Salvini das Ergebnis zum Anlass nehmen, das Bündnis aufzukündigen. Zu Handelsbeginn reagierten italienische Staatsanleihen mit leichten Verlusten auf das Wahlergebnis in Italien. Nach Salvinis Sieg überwiegt nunmehr die Unsicherheit, ob es womöglich vorzeitige Neuwahlen geben wird. Außerdem ist zuletzt die Hoffnung der Anleger geschwunden, dass ein rechtspopulistisches Bündnis mehr Haushaltsdisziplin wahren würde als die derzeitige panpopulistische Regierung. Salvini hatte im Wahlkampf sogar einen Anstieg der Schuldenstandsquote auf 140% nicht ausgeschlossen. Geradezu ein Desaster muss die linkspopulistische Syriza in Griechenland verkraften, die zehn Prozentpunkte hinter der ND (Mitte-rechts) liegt. Im Gegensatz zu italienischen Staatsanleihen können griechische Papiere heute kräftig zulegen. Nach Spekulationen über Neuwahlen frühestens Ende Juni sind zehnjährige hellenische Renditen am Montagmorgen bereits um etwa 15 Basispunkte gefallen.

Und wie geht es in Brüssel weiter? Nachdem EVP und S&D die Mehrheit der Sitze verloren haben, werden sie mit ALDE und Grünen sprechen, wen sie als Partner eines Dreierbündnisses gewinnen können. Weiterhin werden die Verhandlungen über die Besetzung des Postens des EU-Kommissionspräsidenten bald auf Hochtouren laufen. Obwohl die EVP die größte Fraktion stellt, ist es alles andere als sicher, dass ihr Spitzenkandidat Weber die europäische Exekutive leiten wird. Sowohl der französische Präsident Macron als auch die deutsche Bundeskanzlerin Merkel sehen keinen Automatismus darin, dass der Kommissionspräsident einer der Spitzenkandidaten zu sein habe. Merkel hielt sich mit Äußerungen in diese Richtung zuletzt zwar zurück, war aber nach den letzten EU-Wahlen vor fünf Jahren eine erklärte Gegnerin eines solchen Automatismus. Die EU-Statuten sehen vor, dass der Europäische Rat dem EU-Parlament unter Berücksichtigung des Wahlergebnisses einen Kandidaten für den Posten des Kommissionspräsidenten vorschlägt. Weitere Kandidaten auf dem Spitzenposten sind der Niederländer Timmermans (S&D), der Franzose Barnier (EVP) und die Dänin Vestager (ALDE).

3. Huawei-Bann kann weltweite Folgen haben (vom 22. Mai 2019)

Am 16. Mai hat das US-Wirtschaftsministerium den chinesischen Technologieriesen Huawei mit Sanktionen belegt. US-amerikanische Unternehmen können nur noch unter Einhaltung strenger Auflagen Geschäfte mit Huawei machen. Begründet wurde diese Maßnahme damit, dass der Konzern in „Aktivitäten eingebunden ist, die den nationalen Sicherheitsinteressen der USA“ entgegenstehen.

Dabei handelt es sich bei Huawei nicht um irgendeinen chinesischen Technologieanbieter, sondern um einen der führenden Ausrüster für die Telekommunikationsindustrie, einen der weltweit größten Smartphone-Hersteller sowie einen wichtigen Produzenten von Notebooks und Smartwatches. Der Bann richtet sich also gezielt gegen das „Herz des chinesischen Technologiesektors“ und stellt somit eine weitere Eskalation im Handelskonflikt zwischen den USA und China dar.

Nur vier Tage nach der Inkraftsetzung der Sanktionen gewährte die US-Behörde einen Aufschub von 90 Tagen. Offensichtlich hat man erkannt, dass die Aktion nicht nur Huawei, sondern auch zahlreiche US-amerikanische Telekommunikationsunternehmen und -kunden treffen würde. Viele Betreiber lokaler Breitbandnetze sind nämlich auf Huawei-Produkte angewiesen. Um zu verhindern, dass diese Netze zum Erliegen kommen, wird den betroffenen Telekommunikationskonzernen nun eine 90-Tage-Frist eingeräumt, um technologische Alternativen zu suchen. Nicht nur die US-Telekommunikationsanbieter, sondern vor allem zahlreiche andere amerikanische Technologieunternehmen aus der Halbleiterindustrie und der Softwarebranche dürften bald unter den „Huawei-Sanktionen“ zu leiden haben.

Sicherlich könnten aus dem eskalierenden Handelskonflikt zwischen den USA und China – zumindest kurzfristig – auch einige Gewinner hervorgehen. Sollten die Sanktionen gegen Huawei länger andauern und eventuell sogar auf weitere chinesische Unternehmen ausgeweitet werden, wird es aber im Technologiesektor wohl überwiegend Verlierer geben. Zudem dürften die Auswirkungen nicht auf den Technologiebereich begrenzt bleiben. Denn Komponenten wie Prozessoren, Sensoren, Modems und Software-Lösungen sind ein zentraler Bestandteil von Produkten aus unterschiedlichsten Branchen. Betroffen sind dann keineswegs nur US-Konzerne, sondern Unternehmen, Mitarbeiter und Kunden weltweit. Das Ausmaß lässt sich zum jetzigen Zeitpunkt noch kaum abschätzen, denn es besteht sogar das Risiko eines branchenübergreifenden Dominoeffekts.

Letztlich sehen wir die Gefahr, dass hierdurch die Einführung beziehungsweise die Weiterentwicklung von neuen Technologien wie dem „Autonomen Fahren“, der „Industrie 4.0“, dem „Internet der Dinge“ sowie dem neuem Mobilfunkstandard „5G“ gehemmt werden könnte. Zudem muss man auch mit einer Gegenreaktion Chinas rechnen, die wahrscheinlich auf ganz anderen Gebieten ausgetragen wird. Dies würde dann den Welthandel insgesamt und damit auch die Wachstumsdynamik treffen. Am geringsten dürften die negativen Auswirkungen in den USA ausfallen, angesichts ihrer vergleichsweise guten Position als Nettoimporteur und den reichlichen Rohstoffreserven.

S



Überraschend wandelbar

Wie Versicherer sich im Niedrigzinsumfeld zu attraktiven
Dividendenzahlern entwickeln konnten

RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Thorsten Wenzel, Analyst

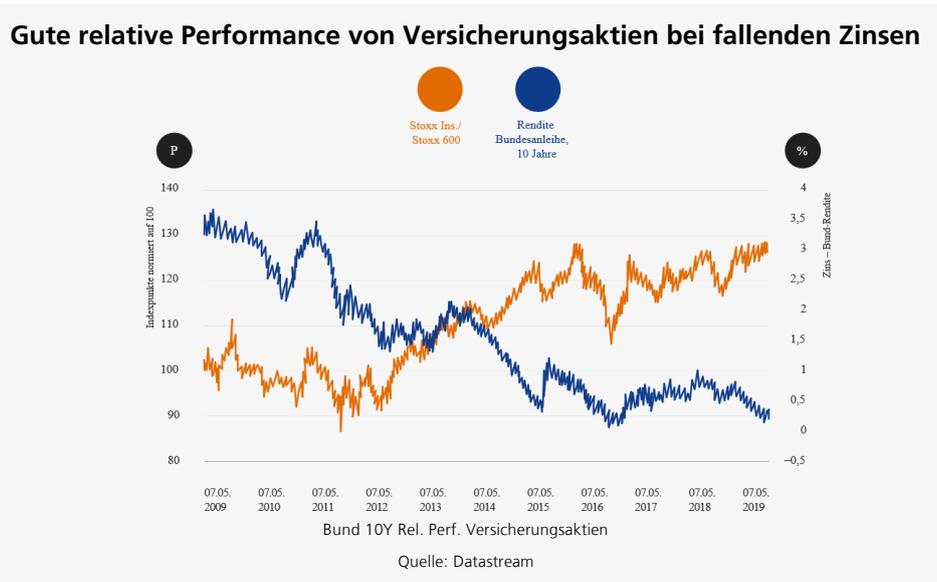
Im Zuge des endlos scheinenden Niedrigzinsumfelds wurde die Versicherungsbranche schon des Öfteren am Abgrund gewähnt. Insbesondere die Lebensversicherer als über Jahrzehnte beliebteste Form der Altersvorsorge. Denn für sie wird es immer schwieriger, die Leistungsverpflichtungen aus den alten Verträgen zu erfüllen. Muss man also um die Garantien fürchten? Und: Steht es wirklich so schlecht um die Branche wie häufig berichtet?

Die Problematik ist leicht zu verstehen. Denn Lebensversicherer sammeln große Summen bei ihren Kunden ein und garantieren ihnen in der Regel eine Mindestverzinsung für die gesamte Laufzeit des Vertrages. In Deutschland haben diese Garantien in der Spitze bei 4% pro Jahr gelegen. Auch die Schaden- und Unfallversicherer verfügen über Kapitalanlagen, die die jährlichen Beitragseinnahmen deutlich übersteigen, aber eine immer niedrigere Verzinsung abwerfen. Gegenwärtig liegt der Kapitalanlagebestand der gesamten deutschen Versicherungswirtschaft bei rund 1.600 Mrd. Euro. Davon entfallen etwa 900 Mrd. Euro auf die Lebensversicherer, allein die Allianz Leben verwaltet Kapitalanlagen von über 200 Mrd. Euro.

Aus regulatorischen Gründen und aufgrund der Ausgestaltung der traditionellen Produkte mit jährlichen Garantien müssen die Versicherer das Geld ihrer Kunden überwiegend in relativ sichere Anlagen stecken. Knapp 90% der Kapitalanlagen der Lebensversicherer in Deutschland sind daher Anleihen und weniger als 5% Aktien. Risikoarme Investments bringen aber seit Jahren nur noch mickrige oder gar negative Zinsen. Das Niedrigzinsumfeld stellt also ganz offensichtlich eine beträchtliche Herausforderung für die Versicherer dar.

Aktienkurse sprechen eine andere Sprache

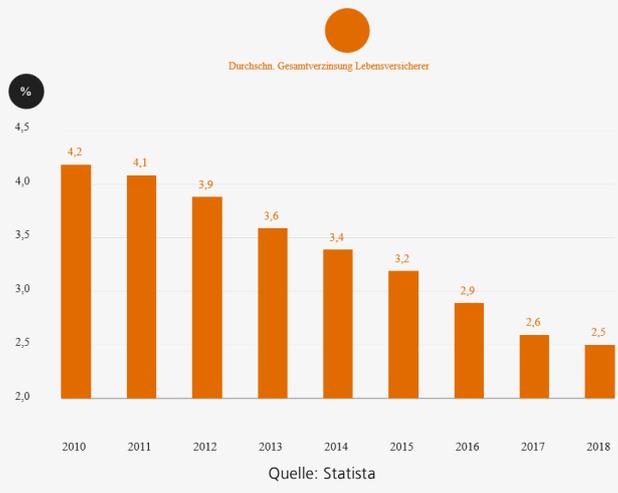
Was allerdings nicht zu den in den Medien gelegentlich skizzierten Katastrophenszenarien passt, ist die Entwicklung der Aktienkurse großer börsennotierter Versicherer. Vielmehr scheinen sie mit dem seit Jahren immer schwieriger werdenden Zinsumfeld recht gut klar zu kommen. Insgesamt haben europäische Versicherungsaktien in den letzten zehn Jahren noch besser abgeschnitten als der in diesem Zeitraum boomende Aktienmarkt gemessen am Stoxx 600. Und das obwohl die Zinsen von Bundesanleihen in diesem Zeitraum immer neue Rekordtiefs markiert haben. Das hat Gründe: Denn die gute Performance von Versicherungsaktien war nur möglich, weil die Unternehmen sich mit einer Reihe von Maßnahmen recht erfolgreich an das Niedrigzinsumfeld angepasst haben.



Versicherungsnehmer tragen die Belastungen ...

Dabei kam ihnen zugute, dass die niedrigen Zinsen aufgrund der typischerweise langen Laufzeiten der vorhandenen Portfolios nur mit erheblicher Zeitverzögerung die durchschnittliche Verzinsung gedrückt haben. In der Lebensversicherung wurde die den Versicherungskunden gutgeschriebene Rendite nach und nach immer weiter abgesenkt. So hatte die durchschnittliche Gesamtverzinsung auf Lebensversicherungen in Deutschland 2010 noch bei etwa 4,2% gelegen, 2018 waren es dann nur noch rund 2,5%. Die Marge, die der Versicherer aus den Kapitalanlagen verdiente, konnte damit zumindest teilweise stabil gehalten werden. In der Schaden- und Unfallversicherung wurden dagegen die Preise erhöht, beispielsweise für Kfz-Versicherungen. Das sogenannte versicherungstechnische Ergebnis, das sich nach Abzug von Schadenaufwendungen und Kosten von den Prämieinnahmen ergibt, wurde verbessert und kompensierte das unweigerlich rückläufige Kapitalanlageergebnis. Im Ergebnis ist es zumindest den börsennotierten Versicherungsunternehmen gelungen, die aus fallenden Zinsen resultierenden Belastungen überwiegend an ihre Versicherungsnehmer weiterzugeben. Zugelassen hat das der Wettbewerb, weil alle Unternehmen mit einer ähnlichen Herausforderung konfrontiert waren.

Durchschnittliche Gesamtverzinsung deutscher Lebensversicherer



... Anpassungen der Kapitalanlagen ...

Auch mit der Allokation der Kapitalanlagen haben die Versicherer auf das Niedrigzinsumfeld reagiert. Deutlich ausgeweitet wurde das Engagement in Unternehmensanleihen, während Staatsanleihen in den Portfolios heute weniger prominent vertreten sind. Generell wurde in Anleihen mit zunehmend langen Laufzeiten investiert. Die durchschnittliche Restlaufzeit in den Portfolios der Lebensversicherer liegt inzwischen bei über zwölf Jahren. Das hat Vorteile: Zum einen sorgt die Laufzeitenverlängerung dafür, dass diese Papiere tendenziell höhere Renditen abwerfen. Zum anderen werden hierdurch auch die Forderungen gegenüber dem Kapitalmarkt besser in Abstimmung mit den langfristigen Verpflichtungen gebracht – man spricht von einem „Duration-Matching“. Das wiederum ist auch positiv aus Sicht der Aktionäre, unter anderem weil das Wiederanlagerisiko und der Eigenmittelbedarf sinken. Schließlich haben die Versicherer ihre Kapitalanlagen durch Investitionen in Infrastruktur sowie Erneuerbare Energien diversifiziert. Diese Arten von Investment passen aufgrund ihrer in der Regel langen Laufzeiten und der gut prognostizierbaren Cashflows gut in das Portfolio von Versicherern. Die geringe Liquidität ist kein Problem, weil die Verpflichtungen der Versicherer gegenüber ihren Kunden überwiegend gut vorhersehbar sind.

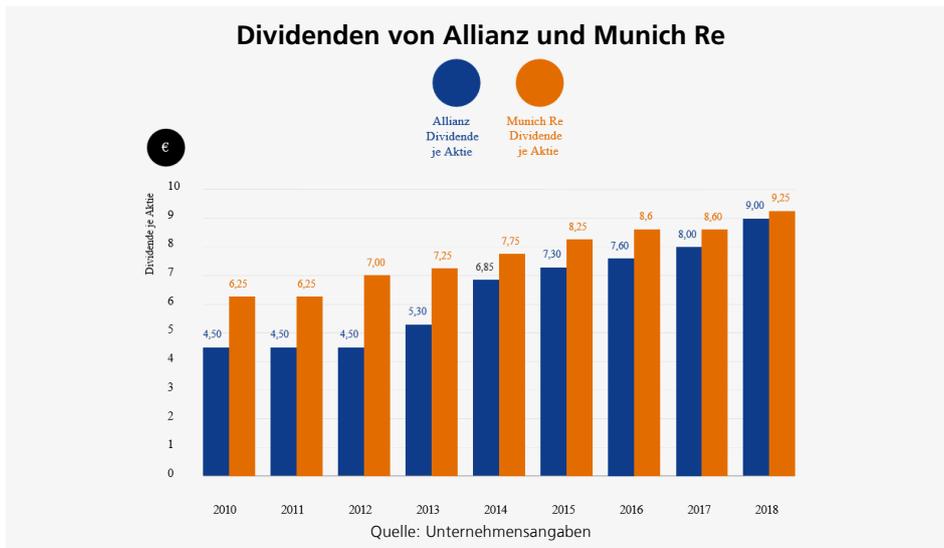
... Niedrigere Garantien und ganz neue Produkte

Als weitere Anpassungsmaßnahme wurde für neu abgeschlossene Verträge der sogenannte Höchstrechnungszins, also die maximal zulässige jährliche Garantie, sukzessive auf nur noch 0,9% abgesenkt. Aus der Sicht vieler Versicherer hat das allerdings nicht gereicht, um das traditionelle Produktportfolio weiterhin attraktiv erscheinen zu lassen. Besonders deutlich wurde dies zuletzt durch den Verkauf der Generali Leben mit ihren rund 4 Millionen Kunden und 42 Mrd. Euro Kapitalanlagen an die Viridium Versicherungsgruppe, die auf die Abwicklung von Lebensversicherungsbeständen spezialisiert ist.

Stattdessen konzentrieren sich immer mehr Versicherer im Neugeschäft auf vielfältige Produkte ganz ohne oder zumindest mit deutlich niedrigeren Garantien, die zudem nur zum Ende der Ansparphase der Verträge gelten. Für die Kunden sollte der Verzicht auf jährliche Garantien durchaus verschmerzbar sein, wenn die Produkte tatsächlich der Altersvorsorge dienen. Ihnen kann überdies eine höhere Rendite in Aussicht gestellt werden, weil eine flexiblere und risikoreichere Kapitalanlage möglich wird. Die Initiative zur Neuausrichtung des Produktportfolios ging dennoch nicht von den Kunden, sondern den Aktionären der Versicherer aus. Aus Aktionärsicht stellen Garantien ein schwer kalkulierbares und damit unerwünschtes Risiko dar. Sie profitieren zudem von der Neuausrichtung der Produktportfolios, weil gerade unter dem neuen Aufsichtssystem – Solvency II – niedrigere Garantien auch mit einem niedrigeren Eigenmittelbedarf einhergehen.

Neue Dividendenbringer

Im Ergebnis waren die Anpassungsmaßnahmen der Versicherer an das Niedrigzinsumfeld so erfolgreich, dass beispielsweise Allianz und Munich Re (ERGO) immer wieder genannt werden, wenn es um die besten DAX-Dividendenaktien geht. Tatsächlich haben diese, wie auch andere europäische Versicherer, in den letzten Jahren ihre Dividendenausschüttungen kontinuierlich und kräftig erhöht. Die Dividendenrendite liegt trotz guter Kursentwicklung jeweils oberhalb von 4,5%. Für das Geschäftsjahr 2018 haben Allianz und Munich Re Dividendensummen von 3,8 Mrd. Euro, respektive 1,3 Mrd. Euro, ausgeschüttet. Damit nicht genug: Beide Unternehmen tätigen zusätzlich Aktienrückkäufe, mit denen – letztlich nur auf anderem Wege – ebenfalls Gewinne an die Aktionäre verteilt werden.



Die Ironie von der Geschichte'

Die hohen und recht zuverlässigen Ausschüttungen machen die Versicherer attraktiv für Investoren, die an einer laufenden Rendite interessiert sind und anderswo im Niedrigzinsumfeld nicht mehr fündig werden. Ironischerweise ist die auf den ersten Blick überraschend gute Kursentwicklung der Versicherer daher wahrscheinlich zum Teil nicht trotz, sondern wegen des Niedrigzinsumfelds zustande gekommen. Freuen konnten sich darüber mehrheitlich ausländische Aktionäre. Etwa 68% des Grundkapitals der Allianz und 60% des Grundkapitals der Munich Re befinden sich in Auslandsbesitz. Rückblickend hätten die deutschen Sparer besser etwas weniger Geld in Lebensversicherungen und mehr Geld in Aktien, auch in Aktien von börsennotierten Versicherern angelegt.



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, 11. Juni 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.

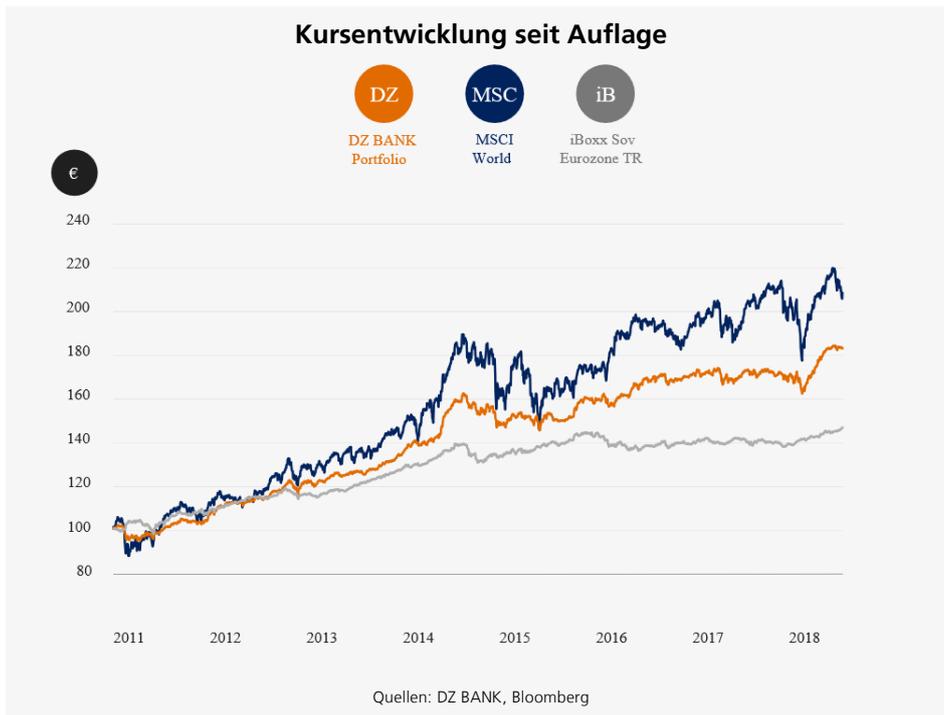
Unser anlageklassenorientiertes DZ BANK Musterportfolio ist kurz- bis mittelfristig orientiert. Dabei streben wir eine virtuelle Jahresperformance von 4% bis 5% an. Diese Zielgröße basiert auf dem Total-Return-Ansatz also darauf, eine möglichst positive Rendite zu erzielen, damit selbst im ungünstigsten 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.

Seit der Veröffentlichung der letzten Friedrich-Ausgabe Mitte März haben wir umfangreiche Änderungen in unserem virtuellen Musterportfolio vorgenommen. Den Ausschlag dafür gab der Anstieg sämtlicher relevanter Aktienindizes – meist im zweistelligen Prozentbereich. Damit wurden unsere Indexziele für den DAX und S&P 500 zum Jahresende nahezu erreicht. Im Zuge dessen legte auch das DZ BANK Asset Allocation Musterportfolio in den ersten Monaten 2019 rechnerisch um 10% zu – das ist mehr als das Doppelte unseres angestrebten Ertrags von 4% bis 5% pro Jahr. An dieser Stelle schien es sinnvoll, den größten Teil der bis dahin erzielten Gewinne zu sichern, anstatt sich dem Kursrisiko auszusetzen. Somit hatten wir uns entschieden, die Aktienquote von 52% in einem ersten Schritt auf 25% zu senken, indem wir sowohl die Positionen im chinesischen Index CSI 300 als auch im Nasdaq 100 komplett herausgenommen haben, ebenso wie die Hälfte der DAX-Position. Die Erlöse haben wir in US-Staatsanleihen und Liquidität investiert.

Angesichts des schwachen wirtschaftlichen Umfelds waren wir der Meinung, dass sich die an den Aktienmärkten erzielten Kursgewinne nicht mehr ausweiten werden. Vielmehr wurden im Verlauf der Berichterstattung zum ersten Quartal die Gewinnsschätzungen zahlreicher Unternehmen nach unten korrigiert – nicht zuletzt durch die internationalen Belastungen. Vor allem die Abschwächung des Geschäfts in China wirkt zu stark auf die Unternehmen – insbesondere die deutschen, aber auch die europäischen. Insgesamt erwarten wir für 2019 nach wie vor kaum Ergebnissteigerungen bei den DAX-Unternehmen und nur leichte Zuwächse bei den im Euro Stoxx 20 enthaltenen Unternehmen.

Nachdem das Musterportfolio bis Ende April rechnerisch sogar ein Plus von 11,2% verzeichnete, haben wir im zweiten Schritt die Aktienquote nochmals um 6 Prozentpunkte reduziert – von 25% auf 19% – und Anfang April die verbliebene DAX-Position aus dem Portfolio genommen. Gleichzeitig haben wir die Position in französischen Staatsanleihen aufgelöst. Dagegen sehen wir anleiheseitig bessere Chancen in den Schwellenländern, die nach der scharfen Korrektur im vergangenen Jahr wieder Boden gut gemacht haben und noch weiteres Potenzial für Kursgewinne bieten. Das unverändert expansive Verhalten der US-Notenbank und die Hoffnung, dass der Handelsstreit zwischen den USA und China bald beendet sein wird, könnten die Nachfrage nach Anleihen aus den Schwellenländern künftig ankurbeln. Somit nahmen wir den J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index mit einer Gewichtung von rund 20% in unser Portfolio auf. Dieser Index bietet eine breite Streuung gegenüber auf US-Dollar lautende Staatsanleihen und eine Ausschüttungsrendite von 4,4%. Mit der abgesicherten Euro-Variante halten wir die Währungsschwankungen gering.

Somit setzt sich das DZ BANK Musterportfolio derzeit zusammen aus einem Anteil an Anleihen von über 66% (aufgeteilt in rund 33% Euro Staatsanleihen mit 5- bis 7-jähriger Laufzeit, knapp 20% Emerging-Markets-Staatsanleihen und 14% US-Staatsanleihen), knapp 20% an Aktien aus dem DJ Global Titans 50 sowie 14% Liquidität.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 12. Juni 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.

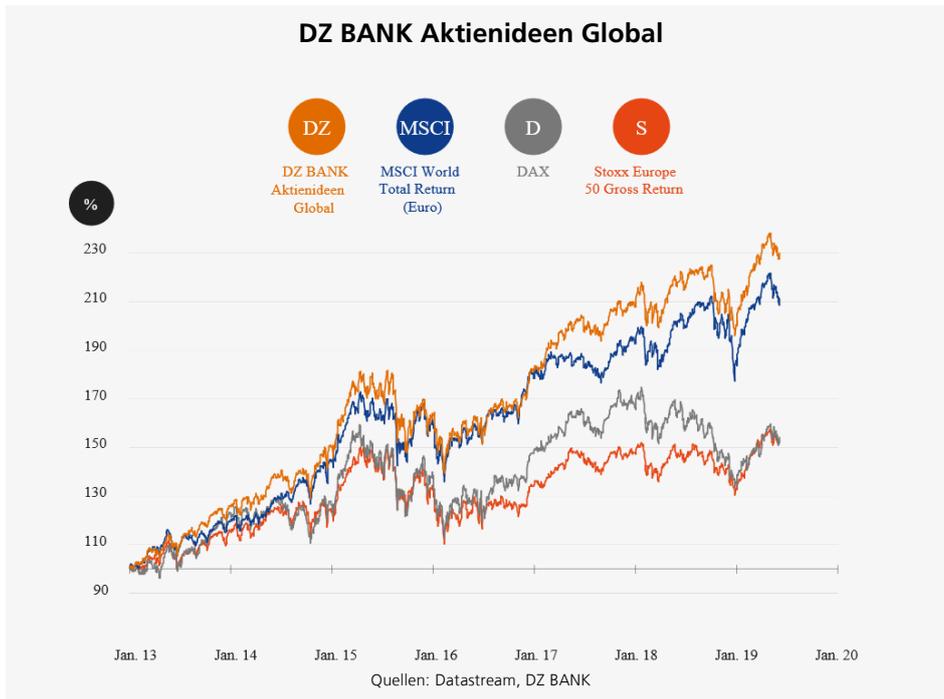
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs 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	16.05.2019	360	13,02	11,96	-8,1%
Allianz	28.12.2018	22	175,14	206,50	+23,0% (inkl. Dividende)
Dürr	16.05.2019	137	34,15	32,60	-4,5%
Evonik Industries	28.12.2018	183	21,80	24,70	+18,6% (inkl. Dividende)
Fresenius SE & Co. KGaA	08.04.2019	90	51,64	46,775	-7,9% (inkl. Dividende)
Hugo Boss StA	02.05.2019	76	62,12	55,90	-5,7% (inkl. Dividende)
Siemens	28.12.2018	41	97,38	105,56	+12,3% (inkl. Dividende)
Air Liquide	28.12.2018	37	106,25	117,20	+12,8% (inkl. Dividende)
ALSTOM	09.05.2019	118	39,45	41,80	+6,0%
Amazon.com	28.12.2018	3	1.284,85	1.653,80	+28,7%
Chevron	15.04.2019	44	106,24	107,88	+2,5% (inkl. Dividende)
Danone	28.12.2018	65	60,67	72,38	+22,5% (inkl. Dividende)
Enel	28.12.2018	793	5,044	5,848	+18,7% (inkl. Dividende)
General Motors	27.02.2019	127	35,09	32,04	-6,8% (inkl. Dividende)
Gilead Sciences	28.12.2018	72	55,13	58,54	+7,2% (inkl. Dividende)
Honeywell Internati- onal	06.02.2019	33	130,95	152,00	+17,2% (inkl. Dividende)
Novartis	22.05.2019	62	74,11	78,10	+5,4%
Orange	28.12.2018	284	14,08	13,85	+1,2% (inkl. Dividende)
Thales	18.02.2019	41	107,15	103,95	-1,5% (inkl. Dividende)
Total	28.12.2018	86	46,085	48,27	+7,5% (inkl. Dividende)

Stand: 11. Juni 2019 / Quellen: Datastream, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 11. Juni 2019 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 133,6% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (56,3%), der Stoxx 50 Gross Return (56,2%) und der MSCI World Total Return in Euro (115,9%). Im laufenden Jahr 2019 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertzuwachs von 17,1% verbucht und besser als der DAX (plus 15,1%), aber schlechter als der Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 17,5%) und der MSCI World Total Return (in Euro) mit plus 17,2% performed. 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.

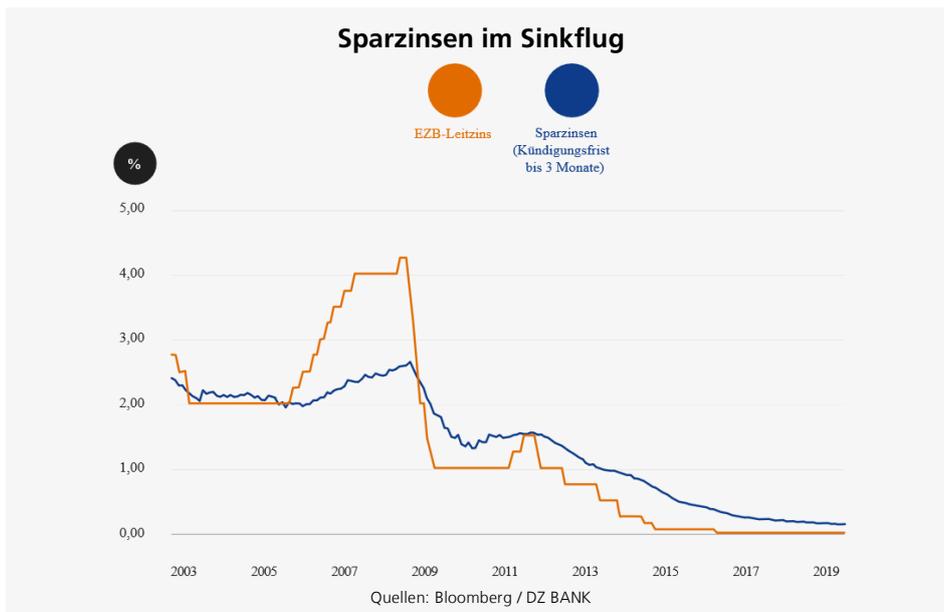




WUSSTEN SIE SCHON?

Christian Reicherter, Analyst

Seit mehr als einer Dekade erhalten deutsche Sparer von Jahr zu Jahr weniger Zinsen. Lag der Zinssatz für Spareinlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist bis drei Monate Ende 2008 noch bei 2,42%, ist dieser zwischenzeitlich auf 0,13% gefallen. Nicht zuletzt deshalb sieht sich die Europäische Zentralbank (EZB) regelmäßig mit der Forderung konfrontiert, den Leitzins anzuheben. Doch woran richtet die Notenbank ihre Geldpolitik aus?



EZB-Leitzins gibt die Richtung vor

Banken sind grundsätzlich auf Liquidität angewiesen. Nicht nur um ihre Kreditvergabe zu refinanzieren, sondern auch für alle übrigen Geschäftstätigkeiten. Zur Abdeckung ihres Bedarfs können sie sich unter anderem an den regelmäßig von der Notenbank durchgeführten Refinanzierungsgeschäften, sogenannten Tendern, beteiligen. Im Rahmen dieser geldpolitischen Operationen gewährt die EZB den Banken einen Kredit. Dessen Zinssatz orientiert sich am Leitzins. Die Refinanzierungsseite (Passivseite) einer Bankbilanz beruht aber nicht allein auf den Ausleihungen bei der Notenbank. Zur Diversifizierung sind die Geldinstitute bestrebt, Liquidität auch aus anderen Quellen einzuwerben – unter anderem durch kurzfristige Ausleihungen am Interbankengeldmarkt oder durch die Emission von längerfristigen Schuldverschreibungen. Für Banken mit traditionellem Kundengeschäft stellen die Spareinlagen aber die bedeutendste Säule der Refinanzierung dar. Im Gegenzug können die Kunden in der Regel einen steigenden Zins erhalten, je länger sie der Bank ihr Ersparnis überlassen.



Aus diesem Finanzierungsmix ergibt sich dann letztlich genau der Zins, den eine Bank ihren Kunden für Spareinlagen anbieten kann. Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass der EZB-Leitzins maßgeblich die Entwicklung der Einlagekonditionen und damit auch der Refinanzierungskosten einer Bank beeinflusst. Würde eine Bank höhere Zinsen anbieten, als sie durch die gegebenen Marktbedingungen erzielen kann, wäre dies kaufmännisch unklug. Denn somit wären auch die Kosten, sprich die Zinsen an Sparer, höher als die Einnahmen (Anlage der Spareinlagen zu Marktbedingungen). Insbesondere für Banken mit einem hohen Bestand an Spareinlagen hat in den vergangenen Jahren der EZB-Einlagesatz an Bedeutung gewonnen: Seit etwa Mitte 2014 müssen Geldinstitute, die Liquidität bei der Notenbank parken, einen Strafzins entrichten – gegenwärtig sind das minus 0,40%. Die dadurch entstehenden Kosten sind ein weiterer Grund, warum die Banken ihren Kunden für die Geldanlage derzeit nur relativ schlechte Konditionen bieten können.

Maßgeblich für den Leitzins ist das Inflationsziel der EZB

Nach welchen Kriterien entscheidet die EZB über die Höhe der Leitzinsen (Einlagesatz / Hauptrefinanzierungssatz / Spitzenrefinanzierungssatz)? Sie muss vor allem ihre geldpolitischen Ziele im Blick behalten. Das wichtigste davon ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Vereinfacht ausgedrückt sollen die Preise für Güter oder Dienstleistungen nicht übermäßig steigen (Inflation) und zugleich länger anhaltende Phasen mit rückläufigen Preisen (Deflation) vermieden werden. Konkret heißt das: Die jährliche Inflationsrate soll auf mittlere Sicht unter, aber nahe 2% liegen. Gemessen wird dies am „Harmonisierten Verbraucherpreisindex“ der gesamten Europäischen Währungsunion, der sich aus einem repräsentativen Warenkorb an Produkten und Dienstleistungen zusammensetzt.

Klare Ziele im Blick

In den vergangenen Jahren lag die Inflationsrate zumeist merklich unterhalb des EZB-Zielwertes. Die nunmehr seit einigen Jahren währende Nullzinspolitik der Notenbank zielt grundsätzlich darauf ab, die Realwirtschaft anzukurbeln, um so die Inflationsrate wieder in Richtung der 2%-Marke zu bewegen. Wichtig in diesem Zusammenhang ist die Chronologie der Ereignisse: Denn es war die Schwäche der Realwirtschaft, auf die die EZB reagierte, nicht umgekehrt. Die Hoffnung der EZB ist, durch niedrige Spar- und Kreditzinsen die privaten Haushalte prinzipiell dazu zu ermuntern, mehr zu konsumieren. Denn wenn es für das Sparen keine Zinsen gibt, gleichzeitig aber Kredite derart günstig zu haben sind, kann das in der Tat dazu führen, dass Verbraucher mehr größere Anschaffungen tätigen – eben auf Kredit. Dies wiederum kurbelt die Nachfrage an, sodass Unternehmen im besten Falle ihre Produktion hochfahren. Der höhere Absatz wiederum ermöglicht es, zusätzliche Arbeitskräfte einzustellen, welche ihrerseits ebenfalls konsumieren. Zudem könnten auch Unternehmen die äußerst günstigen Kreditkonditionen nutzen, beispielsweise für Erweiterungsinvestitionen.

Letztlich kann die lockere Geldpolitik der Notenbank dazu beitragen, dass die Wirtschaft im gesamten Euroraum wieder in Schwung kommt. Eine ausreichende Wachstumsdynamik vorausgesetzt, dürften die Beschäftigten sogar höhere Löhne durchsetzen können. Die Unternehmen dürften demgegenüber versuchen, die höheren Arbeitskosten durch Preiserhöhungen an ihre Kunden weiterzureichen. Geschieht dies auf breiter Front, steigt die Inflationsrate wieder. Befürchtet die Notenbank eine zu hohe Inflation, kann sie die Leitzinsen wieder anheben und so bremsend auf die Wirtschaftsentwicklung einwirken.

Ein Ende der Nullzinspolitik nicht in Sicht

Mit aktuell 1,2% bewegt sich die gesamteuropäische Teuerungsrate nach wie vor unterhalb des EZB-Zielwertes. Angesichts der verhaltenen Entwicklung der europäischen Wirtschaft ist auf absehbare Zeit nicht mit einem deutlich stärkeren Inflationsanstieg zu rechnen. Die derzeit zahlreichen ungelösten Probleme – vom Handelsstreit über den Brexit bis hin zum Iran-Konflikt – bergen zudem das Risiko, dass die europäische Konjunktur nochmals einen Dämpfer erfährt. Dazu kommen **weitere strukturelle Effekte**, auf die die EZB kaum Einfluss hat, die aber zu niedrigen Zinsen führen. All dies spricht zunächst für eine weiter vorsichtige Gangart der Notenbank. In diesem Zusammenhang rechnen wir auf absehbare Zeit nicht mit einer Anhebung der EZB-Zinssätze.

Fazit

Die niedrigen Sparzinsen sind eine Folge der gegenwärtigen EZB-Nullzinspolitik. Diese ist nicht darauf ausgerichtet, Sparer zu bestrafen. Vielmehr ist sie eine Folge der strukturell schwachen Konjunkturdynamik der europäischen Wirtschaft mit dem Ziel, diese wieder in Schwung zu bringen. Mittelfristig soll so die gesamteuropäische Inflationsrate wieder in Einklang mit dem EZB-Ziel gebracht werden. Würde die Notenbank im gegenwärtigen Umfeld rasch die Leitzinsen anheben, dürften die Sparer hiervon zwar kurzfristig profitieren. Doch wären die Auswirkungen des damit wohl einhergehenden Konjunkturerinbruchs wenig wünschenswert. Somit müssen Sparer wohl noch eine ganze Weile ausharren, bis sie sich wieder über ordentliche Zinsen auf dem Sparbuch freuen können. Doch der Markt bietet ja noch mehr, sodass sie ausweichen können auf andere Anlageformen wie Aktien, Zertifikate und Fonds. Denn mit einem ausgewogenen Portfolio lässt sich hier durchaus noch etwas holen.



Was ist eigentlich ein Bürgerfonds?

Deutschlands Bonität könnte der neue Rohstoff für die Rente sein

WAS IST EIGENTLICH?

Michael Bissinger, Analyst & Michael Stappel, Economist

Einige Länder verfügen über Staatsfonds, die aus Öl-Einnahmen ein Fondsvermögen aufbauen. Dieses soll auch dann noch Erträge abwerfen, wenn die Rohstoffvorräte längst versiegt sind. Deutschland ist zwar rohstoffarm, kann sich dank eines guten Ratings aber sehr günstig Finanzmittel beschaffen. Was spricht also für und was gegen einen Bürgerfonds, um die Rente späterer Generationen aufzubessern?

Das ifo-Konzept dahinter

Staatsfonds sind öffentliche Investmentfonds, die Finanzmittel langfristig im In- und Ausland anlegen, um damit Erträge zu erzielen. Ein Teil dieser Fonds sind sogenannte „Öl-Fonds“, die staatliche Einnahmen im Zusammenhang mit dem Öl-Verkauf vor allem in Aktien, Rentenpapiere oder Immobilien investieren. Im Laufe der Zeit baut sich Fondsvermögen auf. Dieses kann dem Staat als Finanzpuffer in schwierigen Zeiten dienen oder einen regelmäßigen Ertrag abwerfen, beispielsweise für gesellschaftliche Zwecke.

Angesichts des demografischen Wandels in Deutschland und der anhaltenden Niedrigzinsphase, die den Bürgern die private Altersvorsorge erschwert, hat das ifo Institut das Konzept eines Bürgerfonds entwickelt. Die Idee: Für die Dauer hoher Renditeunterschiede zwischen Bundesanleihen und anderen Kapitalmarktanlagen nimmt der Staat Schulden auf, um die Mittel breit diversifiziert anzulegen. Dabei wird der Umstand genutzt, dass Aktien und Immobilien weiterhin ansehnliche Renditen erzielen, während sich der Bund zu extrem niedrigen Zinsen langfristig verschulden kann. Die Überschüsse, die so im Laufe von Jahrzehnten entstehen, sollen den heute jüngeren und nachfolgenden Jahrgängen als Beitrag zur Altersvorsorge dienen, der mit Erreichen des Renteneintrittsalters von 67 Jahren zur Auszahlung kommt.

Die Probe aufs Exempel

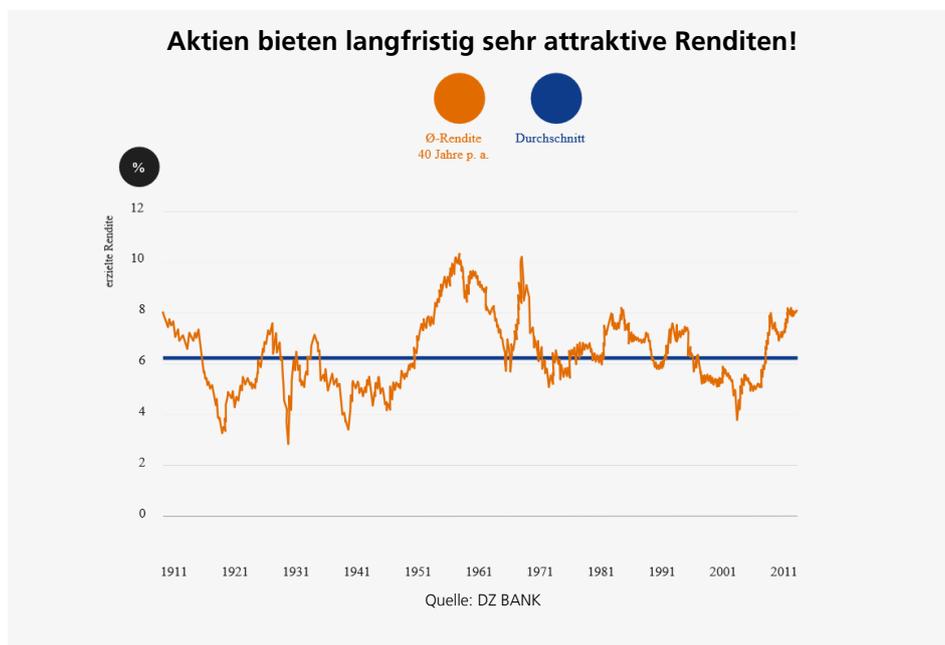
Das Konzept wirft eine Reihe von Fragen auf: Wie stark müsste sich der Staat verschulden, um einen nennenswerten Beitrag zur Altersvorsorge leisten zu können? Würde der Bund genügend Käufer für seine Anleihen finden? Welchen Einfluss hätten die Anlagen des Bürgerfonds an den Aktienmärkten? Sind die Risiken vertretbar? Um erste Antworten auf diese Fragen zu finden, haben wir eine einfache Proberechnung angestellt.

Drei Varianten

Im Konzept des Bürgerfonds kann die Rente entweder aus dem laufenden Ertrag (Kursgewinne und Dividenden) und/oder aus dem Fondsvermögen finanziert werden. Zudem muss festgelegt werden, wer eine Rentenberechtigung aus dem Fonds erhalten wird. Vorstellbar ist, dass entweder alle Neugeborenen, alle Bürger unter zehn Jahren oder alle, die heute jünger als 30 Jahre sind, einen Rentenanspruch erhalten. Zu bevorzugen ist eine Variante des Bürgerfonds, der zum einen nur den Ertrag des Fonds und nicht die Substanz des Fonds ausschüttet. Somit könnte man eine ewige Rente und den kommenden Generationen eine weitere Säule der Altersvorsorge schaffen. Zum anderen sollte darauf geachtet werden, dass die Ansparphase im Fonds möglichst lange andauert, da das Fondsvermögen – somit auch die mögliche Rente – stark vom Zinseszinsseffekt und damit wesentlich von der Länge der Ansparphase abhängt.

Ausdauer lohnt sich

Die Aktienmärkte bieten langfristig sehr attraktive Renditen. In den drei oben beschriebenen Varianten dauert die Ansparphase des Bürgerfonds zwischen 37 und 67 Jahren. Über einen Investitionszeitraum von 40 Jahren konnte mit internationalen Aktien historisch eine durchschnittliche nominale Rendite von 9% pro Jahr erzielt werden, wovon 6,2 Prozentpunkte auf die Kursentwicklung und 2,7 Prozentpunkte auf die Dividendenzahlungen entfallen. Bereinigt um die Inflation verbleibt eine reale Rendite von 5,1% jährlich. Da der Investitionshorizont sehr lange ist, greifen wir zur Risikobewertung zudem auf Daten des amerikanischen Aktienmarktes zurück, für den Kurse ab 1871 vorliegen. Obwohl dieser Betrachtungszeitraum sowohl die beiden Weltkriege als auch die Weltfinanzkrisen von 1929 und 2009 sowie das Platzen der New-Economy-Blase 2000 beinhaltet, wurde über die gesamten 148 Jahre nie eine negative Rendite über einen Investitionshorizont von 40 Jahren erwirtschaftet. Die Chancen überstrahlen somit sehr deutlich die Risiken.



Andere Länder machen es vor

Neben der Rendite und der Anspardauer spielt die Höhe der Investition eine wesentliche Rolle. Diese ist zum einen davon abhängig, welches Anleihevolumen der deutsche Staat zur Finanzierung platzieren kann, und zum anderen, welches Aktievolumen möglichst preisschonend erworben werden kann. Wir gehen davon aus, dass im aktuellen Marktumfeld eine Anleihe eines AAA-Schuldners mit 100-jähriger beziehungsweise unendlicher Laufzeit hohe Nachfrage erfahren würde. Die Rendite einer deutschen Staatsanleihe 30-jähriger Laufzeit liegt aktuell bei 0,4%. Die Rendite einer unendlichen niederländischen Anleihe notiert bei 0,9%. Auf der anderen Seite verfügt der weltweite Aktienmarkt über eine Marktkapitalisierung

von rund 60 Billionen Euro. Eine Investition in Höhe von beispielsweise 100 Mrd. Euro entspricht somit rund 0,2% davon und sollte – zwar nicht auf einen Schlag, aber in verschiedenen Tranchen – investierbar sein. Der größte Staatsfonds der Welt, der norwegische Staatliche Pensionsfonds, ist über 800 Mrd. Euro schwer. Von diesem sind über 66% in Aktien angelegt. Zudem wurden rund 20% der Devisenreserven der Schweizer Notenbank, beziehungsweise 150 Mrd. Schweizer Franken, in internationalen Aktien angelegt. Auch die Bank of Japan besitzt über 4% des japanischen Aktienmarktes, was über 200 Mrd. Euro entspricht. Der deutsche Staat wäre somit nicht der erste, der in großem Umfang Aktien erwirbt. Grundsätzlich erwarten wir dabei jedoch, dass dies insgesamt die Bewertung tendenziell leicht erhöhen sollte.

Neben der Rendite und der Anspardauer spielt die Höhe der Investition eine wesentliche Rolle.

Künftige Rentner profitieren in jedem Fall

Mit einem Bürgerfonds – ausgestattet mit 100 Mrd. Euro, finanziert zu 1%, vollständig investiert in den weltweiten Aktienmarkt mit einer durchschnittlichen realen Rendite von 5,1% pro Jahr – könnte eine Zusatzrente für alle Neugeborenen von 628 Euro pro Monat geschaffen werden. Aktuell liegt die durchschnittliche monatliche Rente hierzulande bei 1.231 Euro, der Bürgerfonds würde diese somit um 50% anheben. Würden allerdings alle Personen jünger als zehn oder jünger als 30 Jahre einen Rentenanspruch erhalten, verringert sich die Rente auf 355 Euro beziehungsweise 141 Euro. Auch die erzielbare Rendite ist eine wesentliche Variable: Wenn der Aktienmarkt statt um 5,1% nur um 4,2% pro Jahr zulegen kann, würde die Rente statt 628 nur 231 betragen; steigt er jährlich lediglich um 3,8%, bleibt eine monatliche Rente von nur 148 Euro. Wie so oft kommt es also auf die Laufzeit und die Rendite an.

Beispielhafte Rechnung für einen Bürgerfonds, ausgestattet mit 100 Mrd. Euro, finanziert zu 1%

	Dauer Ansparphase	Renten- zahlung ab:	monatliche Rente, bei Verzinsung von				
			3,8%	4,2%	5,1%	5,8%	6,1%
Alle Neugeborenen, ab 67	67	2086	148	231	628	1.218	1.607
Alle < 10 Jahre, ab 67	57	2076	97	145	355	640	818
Alle < 30 Jahre, ab 67	37	2056	50	69	141	224	271
Alle in 30 Jahren, älter 67	30	2049	27	36	64	92	106

Quelle: DZ BANK

Fazit: Mehr als ein Gedankenspiel

Unsere Proberechnung zeigt: Ein Bürgerfonds könnte tatsächlich einen signifikanten Beitrag zur Altersvorsorge leisten. Das dafür notwendige Fondsvolumen ließe sich für den deutschen Staat zu sehr günstigen Konditionen beschaffen und zu vertretbaren Risiken international anlegen. Der Erfolg des Konzepts beruht aber nicht nur auf der guten Bonität Deutschlands, sondern vor allem auch auf der extrem langen Anlagedauer der Fondsmittel von der Kindheit bis zum Renteneintritt. Den geburtenstarken Jahrgängen der 1960er-Jahre, den sogenannten Babyboomern, die in rund zehn Jahren allmählich in Rente gehen, bringt die Idee daher nichts. Zur Altersvorsorge unserer Kinder und Enkel kann ein Bürgerfonds jedoch einen wertvollen Beitrag leisten. Man sollte hierzulande also ernsthaft überlegen, die Chance zu ergreifen.



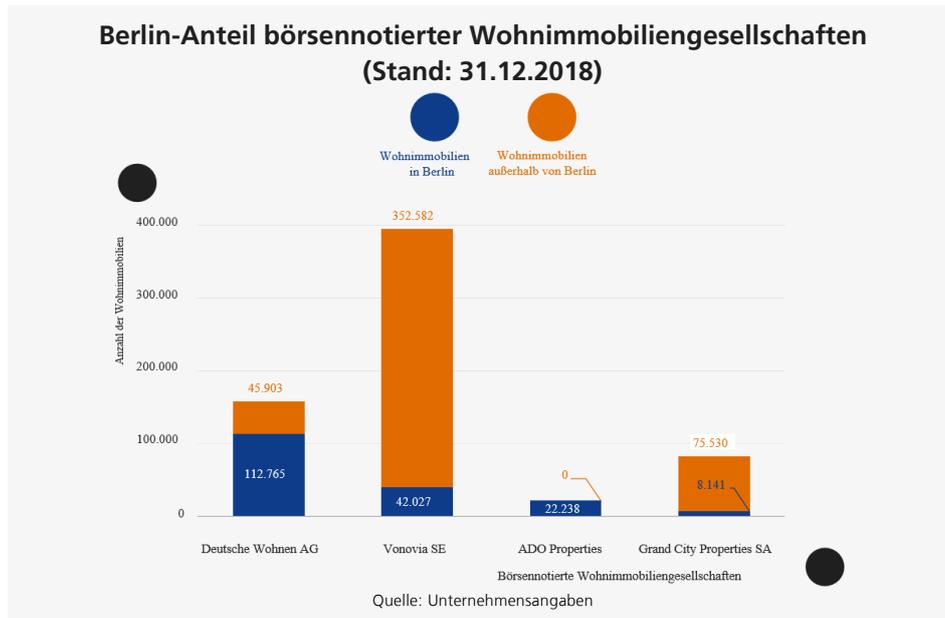
THINK-TANK

Thorsten Lange, Economist & Karsten Oblinger, Analyst

Noch vor wenigen Jahren war der deutsche Immobilienmarkt eher ein Randthema. Das hat sich ob der hohen Kaufpreise und Mieten grundlegend geändert. Mittlerweile ist er vor allem in den wachsenden Großstädten zum Politikum geworden. Mieterorganisationen fordern strikte Regulierungsmaßnahmen, die bis hin zur Enteignung reichen. Doch ist die Situation wirklich so verfahren, dass Angebot und Nachfrage es nicht richten können?

In den sieben größten deutschen Städten bewegen sich die durchschnittlichen Nettokaltmieten bei Erstbezug zwischen 13 Euro je Quadratmeter in Düsseldorf oder Köln und 19 Euro in München. Bei Bestandswohnungen reicht die Spanne von etwas über 10 Euro je Quadratmeter in Berlin bis zu 17 Euro in München. Binnen fünf Jahren haben sich die Mieten um rund ein Viertel verteuert. So verwundert es nicht, dass auch Familien mit ordentlichem Einkommen immer öfter auf das günstigere Umland ausweichen müssen. Mieterorganisationen und Parteien links der Mitte sehen diese Entwicklung als Beleg für ein grundlegendes Marktversagen. Vor allem große Wohnungsgesellschaften und Bauträger stehen als Preistreiber am Pranger. So wurde zuletzt der Ruf nach einer strengeren Regulierung laut, die von Verfügungsbeschränkungen über Mietdeckel bis hin zur Enteignung reichen könnte.

Vor allem die Berliner Bürgerinitiative „Deutsche Wohnen und Co enteignen“ hat eine bundesweitete Debatte losgetreten. Im Fokus stehen alle Wohnungseigentümer mit gewinnorientierten Absichten und einem Wohnungsbestand von über 3.000 Wohnungen in Berlin. Davon wären vor allem vier Unternehmen betroffen: ADO Properties, Deutsche Wohnen, Grand City Properties und Vonovia. Darüber hinaus fällt eine begrenzte Anzahl weiterer Immobilienunternehmen in diese Größenordnung. Wir schätzen, dass sich der gesamte Wohnimmobilienbestand der Gesellschaften auf etwa 250.000 Wohnungen aufsummiert. Hiervon entfallen mit knapp 113.000 Einheiten fast 45% auf die Deutsche Wohnen als größtem privaten Wohnungsbesitzer in Berlin. So erklärt sich auch der Name der Bürgerinitiative. Relativ betrachtet hat allerdings ADO Properties die stärkste Abhängigkeit vom Berliner Markt, da dessen Liegenschaften allesamt in Berlin angesiedelt sind.



Versagt der Markt tatsächlich?

Doch würden für die Bereitstellung eines größeren bezahlbaren Angebots an Wohnungen einschneidende Eingriffe in das Privateigentum als Eckpfeiler unserer Wirtschaftsordnung tatsächlich helfen? Letztlich resultieren die kräftig anziehenden Mieten und die durch niedrige Zinsen noch weit schneller steigenden Kaufpreise aus der großen Nachfrage bei einem nur träge wachsenden Angebot. Es ist nicht so, dass die Wohnungswirtschaft nicht gern mehr bauen würde. Vielmehr wird der Engpass durch fehlende Bauflächen und voll ausgelastete Bauunternehmen verursacht. Indes ist der hohe Wohnungsbedarf keine ganz überraschende Entwicklung: Der Zuzug in die Städte hat schon um die Jahrtausendwende eingesetzt. Allein die sieben größten Städte wuchsen binnen zehn Jahren um eine Million Menschen. Ebenfalls kein neues Phänomen ist die angestiegene Zahl privater Haushalte – verursacht von mehr Singlehaushalten und der Alterung der Gesellschaft.

Ein Versäumnis muss allerdings eingeräumt werden: Die Reaktion auf steigende Einwohner- und Haushaltszahlen erfolgte mit erheblichem Zeitverzug. Denn noch bis 2009 sank der Wohnungsbau auf ein historisches Tief. Zusätzlich wurden in erheblichem Umfang kommunale Wohnungen verkauft, mit der Folge, dass auch der Bestand an günstigen Sozialwohnungen kontinuierlich sank.



Leichte Entspannungstendenz auf hohem Niveau

Erst mit wieder steigenden Mieten zogen die Fertigstellungszahlen an, auch dank privater Investoren. In den sieben größten Städten kletterte die Zahl der Baugenehmigungen auf das hohe Niveau des Nachwendebaubooms – trotz knapper Grundstücke, zäher Genehmigungsprozesse und einer voll ausgelasteten Bauwirtschaft. Wegen teurer Grundstücke und hoher Baukosten sind diese neuen Wohnungen jedoch meist hochpreisig. Doch auch teure Neubauwohnungen entlasten den Wohnungsmarkt. Denn es werden günstigere Bestandswohnungen frei beziehungsweise von Zugezogenen weniger nachgefragt. Am Wohnungsmarkt ist das wachsende Angebot bereits zu spüren. In den sieben größten Städten ziehen die bislang rapide steigenden Kaufpreise seit einigen Quartalen langsamer an als im bundesweiten Durchschnitt. Mit einem jährlichen Preisplus von 4,7% hat der vdp-Preisindex (vom Verband der deutschen Pfandbriefbanken vierteljährlich ermittelter Immobilienpreisindex) im ersten Quartal 2019 hier den geringsten Preisanstieg seit 2010 gemessen. Bundesweit stiegen die Preise um knapp über 7%. Auch der Mietanstieg in den Großstädten verlangsamte sich: 2018 halbierte sich das Mietplus bei Bestandswohnungen gegenüber dem Vorjahr. Deutschlandweit sanken die Mieten für Neuverträge im ersten Quartal 2019 sogar leicht um 0,3% gegenüber dem Schlussquartal 2018.

**Am Wohnungsmarkt ist das
wachsende Angebot bereits
zu spüren.**

Voraussetzungen verbessern!

Die Marktmechanismen scheinen also intakt. Denn ein größeres Angebot ist immer noch das beste Mittel gegen Wohnungsknappheit sowie steigende Mieten und Kaufpreise. Eine Bewirtschaftung im Sinne der Bürgerinitiative löst nicht die Ursache des Problems. Daher sollten die Anstrengungen auf nachhaltig verbesserte Bedingungen für den Wohnungsbau abzielen. Dazu zählt neben schlankeren Bauvorschriften und zügigen Genehmigungsprozessen auch, mehr Fläche als Bauland auszuweisen. So kann das Angebot an Wohnungen schneller ausgeweitet werden, was zu einer moderaten Mietentwicklung und einer einfacheren Wohnungssuche beiträgt. Ist der Wohnungsmarkt aber überreguliert, bleiben die Investoren fern, was die Wohnungsnot noch verschärfen würde.

Eines sollten wir noch festhalten: Auch wenn die Lage am Wohnungsmarkt angespannt ist, sollte die Entwicklung nicht dramatisiert werden. Betrachtet man die Zeit vor 2010, sind die Neuvertragsmieten lange Zeit kaum gestiegen – anders als Löhne und Gehälter. Somit bleibt bei längerfristiger Betrachtung nicht viel übrig von der sogenannten „Mietexplosion“. Anders bei den Kaufpreisen: Hier fällt das Plus weitaus kräftiger aus. Das Zinstief sorgt allerdings weiterhin für eine meistens gute Erschwinglichkeit.



Fazit: Und der Markt funktioniert doch

Kräftig anziehende Mieten und im Zinstief noch schneller steigende Kaufpreise resultieren aus der großen Nachfrage bei einem nur träge wachsenden Angebot. Die Reaktion auf steigende Einwohnerzahlen in den Städten erfolgte jedoch zeitverzögert, erst mit wieder anziehenden Mieten zog der Wohnungsbau an. Inzwischen dämpft aber das wachsende Angebot das Tempo des Kaufpreis- und Mietanstiegs. Das zeigt: Der Markt funktioniert. Wohnungsknappheit sowie steigenden Mieten und Preisen begegnet man am besten durch ein größeres Angebot, nicht aber mit einer investitionshemmenden Regulierung. Diese Erkenntnis ist in der Politik aber noch nicht angekommen. So plant der rot-rot-grüne Berliner Senat, das Mietniveau ab 2020 für fünf Jahre einzufrieren. So etwas schadet jedoch dem Engagement privater Investoren im Wohnungsbau, dessen Bedeutung erst im Juni von Bundespräsident Steinmeier auf dem Deutschen Städtetag betont wurde. Anleger können auch in Büroflächen investieren, die nicht nur in Berlin knapp sind. Dafür spricht die fehlende Marktregulierung, während die Büromieten ebenfalls kräftig steigen.

Ist mehr doch weniger?

Diogenes legt alles auf die Zinswaage

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.

Dass Philosophen besser nicht zu viel reden sollten, ist allgemein bekannt. Aber ein anderer Irrtum hält sich hartnäckig, nämlich dass Philosophen viel wissen. Diogenes jedenfalls entdeckt beim Schreiben dieser Kolumne immer wieder erschreckende Wissenslücken. Zum Beispiel kann er sich nicht erinnern, ob es bei den alten Griechen schon so etwas wie Zinsen gab. Er selber hatte ja kein Geld und brauchte auch keines, deshalb kam er mit solchen Dingen gar nicht in Berührung. Er weiß nur, dass seine Kollegen Platon und Aristoteles Zinsen für Teufelszeug hielten. Das spricht dafür, dass es sie gab, denn sonst hätten die beiden sich nicht so aufgeregt.

Zinsen gab es sogar schon viel früher – wahrscheinlich schon, bevor es so etwas wie Geld gab. Wer eine Kuh hatte, für den war die Milch ein Ertrag. Und wenn er seine Kuh dem Nachbarn überließ, konnte er dafür eine Ration Milch beanspruchen. Wer ohne Startkapital auf einem Stück Land etwas säen wollte, musste sich das Saatgut leihen, und wenn die Ernte gut war, gab er seinem Gläubiger mehr zurück, als er geliehen hatte. Irgendeine Form von Zinsen gab es vermutlich seit die Menschen von den Bäumen kamen. Die Leute, die das meiste Geld haben, sind ja oft nicht dieselben wie die, die die besten Ideen haben. Es ist überhaupt schwer vorstellbar, wie ohne Kredit und ohne Zinsen jemals irgendetwas Neues angefangen werden kann.

In der alten Bundesrepublik schrieb die Habenzinsverordnung einen „Spareckzins“ von 3% vor. Die Verordnung wurde 1967 aufgehoben. Danach trieben der Markt und die Zentralbank die Zinsen mal nach oben, mal nach unten. Aber nun sind sie schon seit Jahren extrem niedrig. Die Schuldner freut das, die Gläubiger ärgert es, aber alle spüren die Furcht, dass dieses Zinsniveau auf Dauer irgendwie nicht mit Innovation und Wirtschaftswachstum zusammengeht.

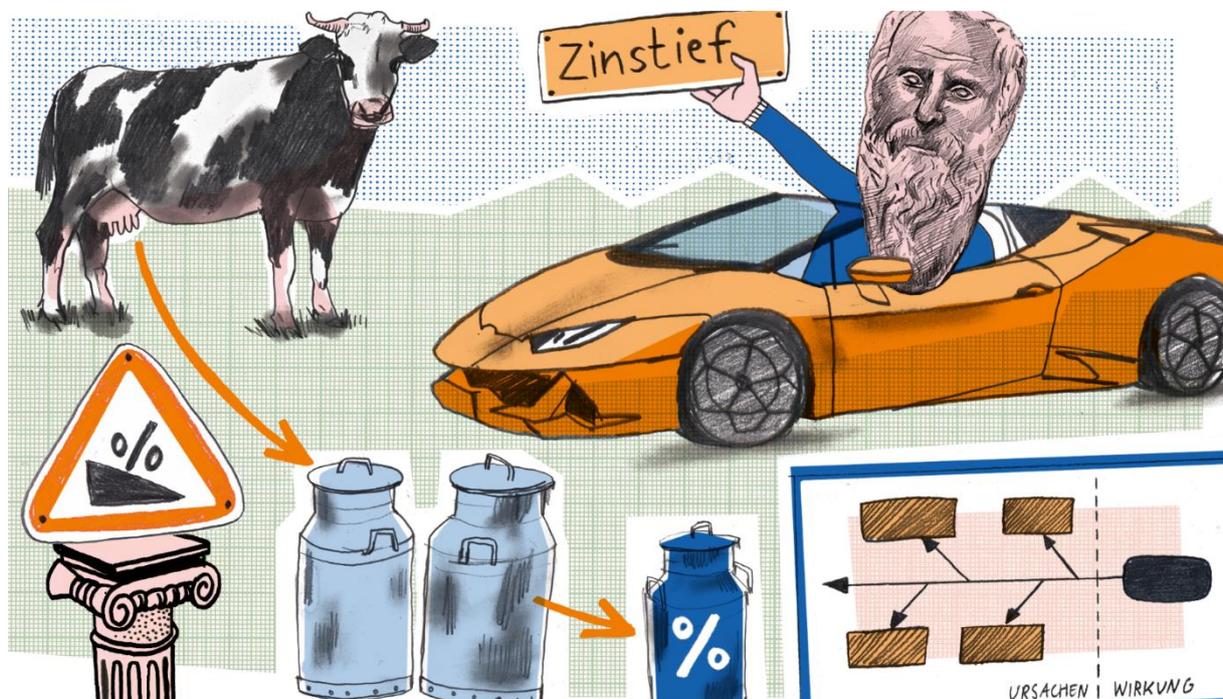
Diogenes erforscht die Idee mittels eines kleinen Gedankenspiels: Was würde passieren, wenn die Autoverleiher die Leihgebühren auf null setzten? Dann würde jeder sein Privatauto verkaufen und wegen des Überangebots nichts dafür bekommen. Doch das ist egal, denn den Lamborghini gibt es ja umsonst. Die Autovermieter müssten Lamborghinis nachkaufen, aber erstens werden nicht genug davon gebaut, und

zweitens hätten sie auch kein Geld für die Investition. Bald hätten sie überhaupt kein Geld mehr und würden schließen. Experiment beendet, Erkenntnisgewinn null. Offenbar sind die Dinge doch komplizierter.

Ist es vielleicht an der Zeit, anstatt über Zinsverbote (die sowieso meistens umgangen oder nur selektiv angewendet wurden) eher über ein Zinsgebot nachzudenken? Nein. Die Vorstellung, dass ein verordneter Mindestzins (wenn er denn durchsetzbar wäre) Wachstum und Innovation antreiben könnte, klingt wie eine Verwechslung von Ursache und Wirkung. Aha, sagt der mitdenkende Leser jetzt, dann sind die Niedrigzinsen also ein Beleg dafür, dass es in der Wirtschaft zu wenig Wachstum und Innovation gibt? Der vorsichtige Philosoph antwortet darauf: Mag sein, mag nicht sein.

An dem Argument, dass bei schrumpfender und alternder Bevölkerung die Zinsen tendenziell niedriger sind, ist schon etwas dran. Aber es gibt ja eine ganze Reihe weiterer möglicher Gründe. Die Zentralbanken der Welt schleusen viel Geld in die Wirtschaft. Etliche Staaten sparen und brauchen weniger Kredit. Viele globale Unternehmen haben volle Kassen. Die Chinesen haben beträchtlich gespart, und die Ölländer suchen nach Anlagemöglichkeiten für ihre Überschüsse. Also haben wir ein Überangebot an Anlagekapital. Aber auch das gegenteilige Argument, nämlich dass manche Länder oder ihre Bankensysteme so überschuldet sind, dass ein Zinsanstieg für sie existenzbedrohend wäre, lässt sich in Richtung Niedrigzinsen wenden, wenn man es für möglich hält, dass diese großen Schuldner irgendwie politisch Einfluss auf die Zinsen nehmen können.

Diogenes zieht für sich selbst eine Konsequenz. In Anbetracht all dieser Entwicklungen muss er hinnehmen, dass seine philosophischen Gedanken über die richtige Höhe des Zinssatzes nicht ins Gewicht fallen. Als sehr alter Mensch kann er es auch verkraften, wenn seine bescheidenen Ersparnisse nicht von selber weiterwachsen. Solange sie bei niedriger Inflation wenigstens weiter ihren Wert behalten, fühlt er sich für die paar verbleibenden Jahre dieses Erdenlebens zumindest einigermaßen abgesichert.



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. Juni 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 Umsatzziele, 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.